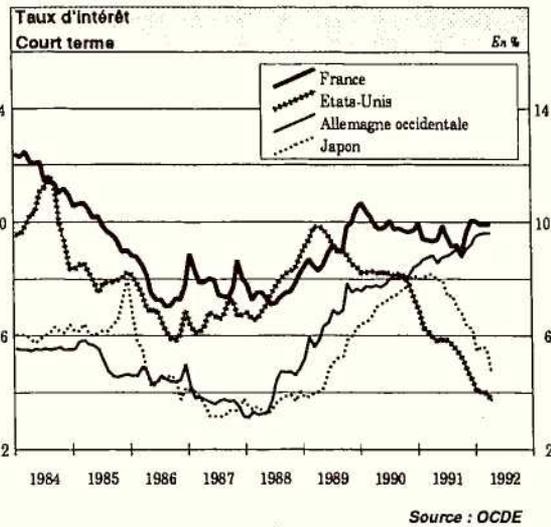




Fiches Thématiques

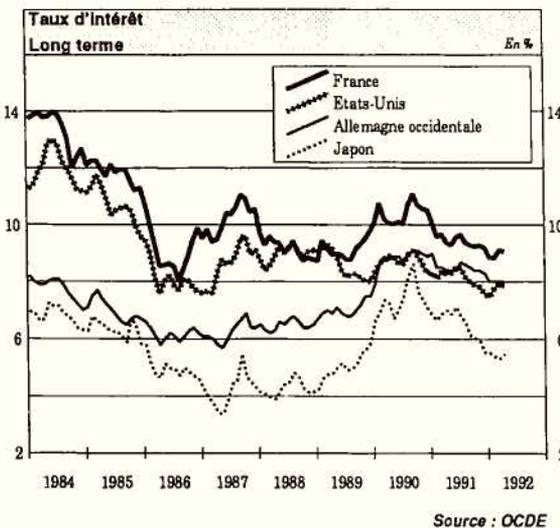
Environnement international

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL



La divergence de taux d'intérêt à court terme entre l'Europe d'une part, les Etats-Unis et le Japon d'autre part, manifeste en 1991, s'est confirmée au premier semestre 1992.

La détente des taux d'intérêt à long terme, engagée à l'automne 1990, marque le pas au premier semestre 1992.



l'OCDE, la croissance de la zone OCDE devrait passer de + 1,0 % en 1991 à + 1,8 % en 1992. En conséquence, la situation du marché du travail ne s'améliorerait que très progressivement et le taux de chômage de l'ensemble de l'OCDE se stabiliserait au second semestre.

Les Etats-Unis sur la voie de la reprise

Après une fin d'année 1991 atone, les économies de la Communauté Européenne et d'Amérique du Nord ont connu un regain de croissance en début d'année 1992 impulsé par une consommation privée plus dynamique, notamment en biens durables. Cette amélioration a fait suite à la forte baisse des taux de long terme fin décembre 1991, coïncidant avec une embellie sur les marchés financiers. Seul, le Japon a connu une dégradation de sa demande intérieure et reste confronté, depuis 1990, à une baisse considérable du prix des actifs, notamment financiers, qui pourrait avoir des effets structurels durables sur le partage de la valeur ajoutée.

L'économie américaine s'est réanimée en début d'année, après une croissance quasiment nulle en fin d'année 1991. Contrairement à 1991, la croissance modérée du premier trimestre (2 % en rythme annualisé) a été tirée par une demande intérieure hors stocks en augmentation de plus de 4 % en rythme annualisé, comparable aux évolutions constatées lors des trimestres annonçant les reprises observées dans le passé.

L'activité de la zone OCDE et le commerce mondial accélèreraient au second semestre de 1992 sous l'effet de la reprise modérée aux Etats-Unis. Les facteurs de soutien de la croissance tels que la réduction de l'inflation, qui touche cependant à sa fin, et la baisse des taux d'intérêt sont déjà à l'oeuvre. Mais ils ont eu des effets moins rapides sur la demande des agents que ne l'avaient escompté les différents organismes de prévisions qui avaient anticipé une reprise plus précoce. Des délais plus longs sont en partie le résultat des efforts réalisés par les agents privés en vue d'assainir leur situation financière dégradée. Dans la Communauté Européenne, la croissance devrait rester modérée en raison du moindre dynamisme de l'économie allemande, de politiques monétaires restrictives et d'ajustements budgétaires menés dans différents pays. Au total, selon

La demande intérieure a été soutenue par les ventes au détail et le logement résidentiel qui ont bénéficié de la répercussion des baisses de taux d'intérêt monétaires sur les taux des crédits accordés aux particuliers. L'ampleur de la reprise des demandes finales semblent avoir surpris les entreprises qui ont alors dû procéder à des déstockages, rendant négative la contribution des stocks (- 2,8 points) à la croissance du premier trimestre. Les créations d'emplois tout comme la croissance restent faibles contrairement aux reprises passées et touchent surtout le commerce - ce qui s'inscrit dans le schéma traditionnel d'une sortie de récession -. Le rythme de créations d'emplois (de l'ordre de 90 000 par mois en moyenne depuis février) n'a pas été suffisant pour faire baisser le taux de chômage qui est passé de 7,2 % en avril à 7,5 % en mai.

Les signes de reprise se multiplient : la confiance des consommateurs et des entreprises se rétablit depuis le début d'année, les ventes au détail et la production industrielle poursuivent leur remontée. Aussi la reprise est-elle attendue aux Etats-Unis au cours du second semestre par les organismes internationaux comme par les instituts privés. Toutefois, et c'est le scénario adopté dans cette note, elle serait modérée, au regard des reprises précédentes où la croissance avait atteint 6 % en rythme annualisé au cours des premiers trimestres.

En effet, elle restera entravée par des facteurs structurels tels que l'endettement excessif des agents privés et de l'Etat, l'offre excédentaire de logements non résidentiels, la réduction des dépenses militaires et les taux d'intérêt réels de long terme encore très élevés.

Reste la bonne orientation des déterminants de la demande. La poursuite des créations d'emplois jouerait positivement sur le pouvoir d'achat des ménages et se traduirait par une croissance de la consommation privée sans un recours accru à l'emprunt. La modération des coûts salariaux unitaires, l'amélioration des profits, les incitations fiscales, le dynamisme persistant des exportations et la remontée des taux d'utilisation demeureront favorables à l'investissement. Enfin, la pente de la courbe des rendements s'est atténuée.

Pour la première fois, la politique monétaire tente de procéder quasiment à elle seule au réglage conjoncturel, comme en témoigne la baisse de 600 points de base des taux des fed funds depuis le début de la récession, baisse la plus importante enregistrée lors d'un recul de l'activité. Si les délais de réaction de l'économie réelle ont surpris par leur longueur, il est

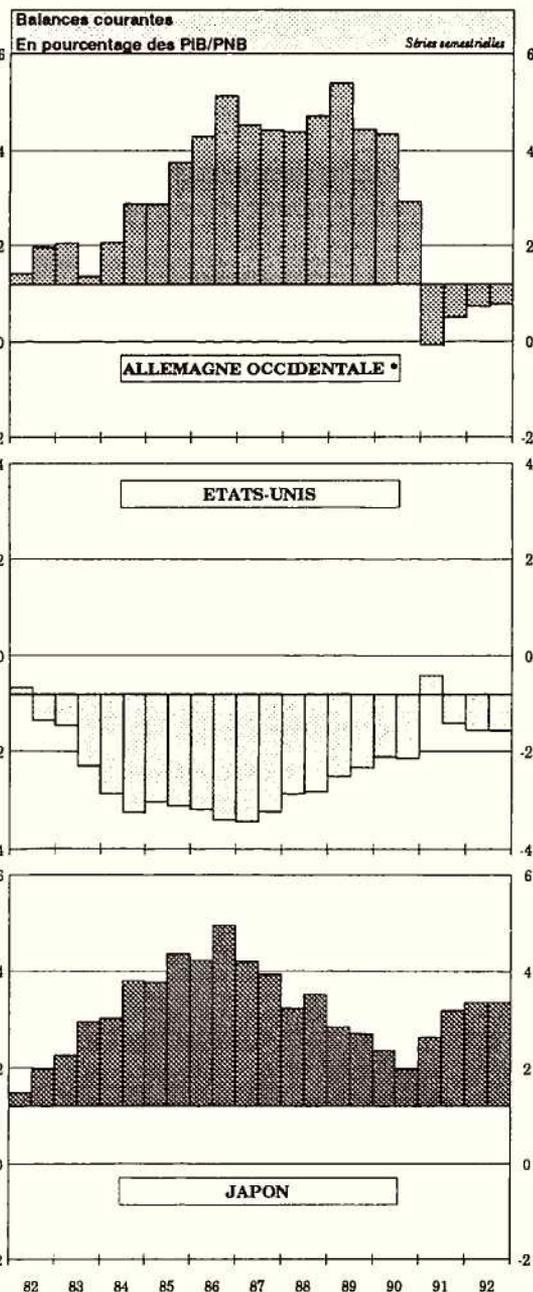
peu probable que la reprise puisse surprendre par son ampleur.

Le Japon face à la hausse du coût de l'investissement

La dégradation de la situation du secteur productif japonais, surtout de l'industrie manufacturière, s'est poursuivie au premier trimestre 1992. La production industrielle continue de reculer et le climat des affaires, tel qu'il transparaît dans les enquêtes de conjoncture, se dégrade.

Cette détérioration du climat fait suite à l'affaiblissement de la demande intérieure : ralentissement de la consommation, notamment en biens durables, et réduction des dépenses d'investissement, du fait de la détérioration de la situation financière des entreprises. Les enquêtes de conjoncture font état d'un recul de l'investissement de 8,2 % pour les grandes entreprises du secteur manufacturier en 1992, en dépit de la pénurie de main-d'oeuvre disponible.

La situation financière des entreprises continuerait à se dégrader en 1992. Le remboursement des obligations convertibles arrivant à échéance cette année, ce qui tarira une partie de leurs ressources, et le financement des investissements entraîneront une augmentation de leurs emprunts, qui alourdira la charge de la dette. Par ailleurs, avec un maintien au niveau actuel du Nikkeï (autour de 13 000), le secteur bancaire éprouvera des difficultés à respecter le ratio Cooke, obligatoire dès 1993, sans réduire l'offre de crédits.



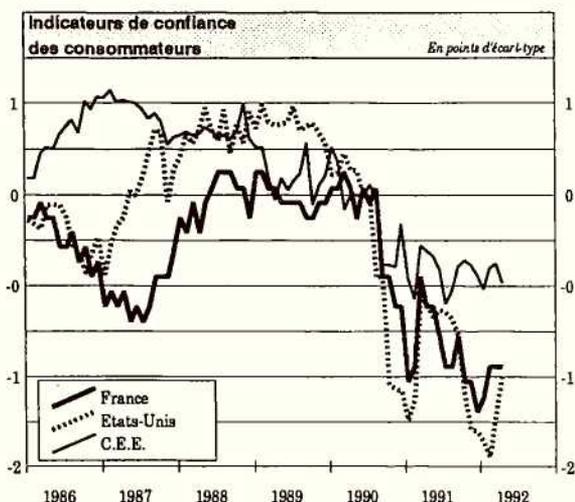
Le déficit courant de l'Allemagne occidentale devrait se contracter en 1992, du fait de la moindre progression des importations, et d'une croissance plus dynamique des exportations. Après une amélioration en 1991, due à des transferts exceptionnels, le solde courant des Etats-Unis devrait

se dégrader en 1992, avec l'accélération des importations qui accompagnera la reprise. Cependant, le déficit demeurerait en deçà de celui de 1990. Au Japon, l'accélération des exportations entraînerait une augmentation du surplus de la balance commerciale en 1992, et une nouvelle hausse de l'excédent courant.

La croissance européenne serait modérée

Après le ralentissement de 1991, la CE, à l'exception de l'Allemagne et des Pays-Bas, devrait connaître en 1992 un raffermissement de la croissance soutenu par les exportations et la consommation privée. Le Royaume-Uni, qui ne sortirait de récession qu'au second semestre, et l'Europe du Sud tireraient la croissance européenne ainsi que le regain de la demande intérieure allemande. Mais la Communauté Européenne devra opérer des ajustements structurels et se remettre du choc de grande ampleur qu'a représenté la réunification allemande ; ces facteurs pourraient peser défavorablement sur la demande dès cette année.

Les consommateurs n'anticipent pas une nouvelle détérioration de la situation économique. Aux Etats-Unis, leur confiance se rétablit depuis le début de l'année. Chez nos partenaires de la CEE, elle reste relativement stable.



Sources : Conférence Board pour les Etats-Unis - CE

L'activité économique de l'Allemagne occidentale a baissé au second semestre de 1991, suite au resserrement des politiques budgétaire et monétaire et au ralentissement de la demande en provenance de la partie orientale de l'Allemagne. Les derniers indicateurs ne permettent pas de dire clairement si le point de retournement est atteint. La croissance du PNB au premier trimestre a été de 2,0 % après deux trimestres de croissance négative, en raison d'une forte activité dans le secteur du bâtiment, d'un jour ouvrable supplémentaire, de la reconstitution des stocks et du redressement de la demande extérieure confirmée par l'amélioration des carnets de commande étrangers à la fin du premier trimestre. Une correction technique à la baisse devrait être observée au deuxième trimestre.

Ce n'est qu'à partir du second semestre qu'est attendu un réel regain de croissance, soutenu par la consommation privée et la demande extérieure. Les déterminants de la consommation seront bien orientés : des gains sensibles de pouvoir d'achat seront obtenus du fait d'augmentations salariales toujours importantes, de la suppression du prélèvement exceptionnel de 7 % 1/2 sur les revenus en faveur de l'unification et de la baisse de l'inflation au second semestre, alors que la hausse de TVA de 14 % à 15 % programmée pour le 1^{er} janvier 1993 aura probablement des effets d'anticipations d'achats. Les exportations retrouveront un certain dynamisme avec la reprise de l'investissement, notamment aux Etats-Unis, en raison de la position dominante de l'Allemagne sur le marché mondial des biens d'équipement (qui représentent la moitié de leurs exportations). L'investissement des entreprises devrait stagner en 1992 en moyenne annuelle, mais il se redresserait en

cours d'année après la baisse du second semestre de 1991 du fait de tensions toujours fortes sur l'outil de production et en dépit de la forte compression des marges. Cependant, les entreprises qui se sont engagées à investir en Allemagne orientale commencent à délocaliser une partie de leur production.

Dans la partie orientale, il est trop tôt pour parler de reprise endogène dans tous les secteurs. Après une chute de plus de 50 % de la production depuis la réunification, la reprise technique, qui aura lieu cette année, reste pour le moment dopée par les transferts des anciens Länder qui atteindraient 220 Mds de DM cette année : 85 Mds financeraient le tiers de la consommation privée de l'Allemagne orientale et 55 Mds iraient à l'investissement ou aux aides à l'investissement. Aussi, la tendance de la production et des entrées en commande demeurerait-elle différente selon les secteurs : bonne pour le bâtiment et les services, moins favorable pour l'industrie manufacturière malgré des améliorations certaines dans les biens d'équipement.

L'aggravation des déficits budgétaires dans les pays anglo-saxons ne relève pas seulement des stabilisateurs automatiques comme en 1990 et 1991

En 1992, le besoin de financement des administrations publiques du G7 s'aggraverait de 3/4 de point de PIB/PNB selon l'OCDE pour atteindre 3 %. En particulier, cette détérioration traduirait des mesures discrétionnaires d'ajustement budgétaire, modérées aux Etats-Unis, mais plus marquées au

Royaume-Uni. L'administration américaine prévoit un déficit budgétaire fédéral de 400 Mds de \$ en 1992 soit 6 % 3/4 du PIB, dont l'alourdissement s'explique par le sauvetage des caisses d'épargne, le mécanisme d'assurance des dépôts (80 Mds de \$), le ralentissement conjoncturel (50 Mds de \$) et des crédits d'impôts accordés aux ménages à revenus moyens. Faiblement expansionniste, la politique budgétaire vise plutôt à rétablir la confiance des agents du secteur privé dont une partie de la dette est prise en charge par l'Etat au moins provisoirement. Au Royaume-Uni, en revanche, la relance keynésienne est plus nette : l'OCDE a estimé à 1 point 1/2 de PIB la stimulation budgétaire en 1992 réalisée par des incitations fiscales en faveur des ménages et des entreprises et par une hausse de plus de 10 % du volume d'investissement en infrastructures.

En Allemagne, les transferts de capitaux considérables en direction des nouveaux Länder continueront d'accroître cette année le déficit budgétaire en dépit des mesures de restrictions prises en 1991 (relèvement de cotisations sociales et de droits d'accise, prélèvement exceptionnel du 7 % 1/2 de juillet 1991) et des rentrées fiscales abondantes entraînées par la croissance encore forte de l'année dernière. Le besoin financier du secteur public atteindrait 180 Mds de DM en 1992 après 122 Mds de DM en 1991, soit 6 % du PNB de l'Allemagne totale.

Dans les autres pays de la Communauté Européenne, la politique budgétaire, plutôt restrictive, est dictée par des impératifs non seulement de convergence des taux de TVA avant l'ouverture des frontières, mais surtout d'assainissement des finances publiques. Ainsi, de nombreux pays européens ont procédé à des mesures restric-

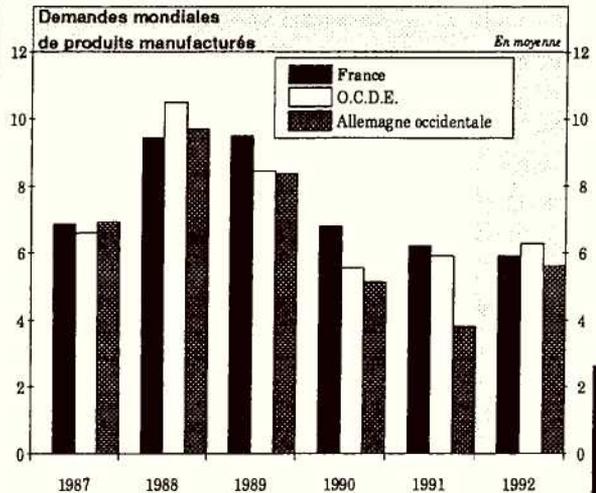
tives telles que des baisses de subventions au secteur public (Pays-Bas), des hausses d'impôts directs ou indirects (Belgique, Italie, Espagne, Pays-Bas), ou des restrictions dans les dépenses publiques (Espagne, Belgique).

Au Japon, en dépit du ralentissement prononcé de l'économie, la politique budgétaire resterait neutre, en l'absence de mesures spécifiques pour relancer l'activité. Globalement, la politique budgétaire se traduira par un accroissement des dépenses d'infrastructures et une montée en charge des prêts à taux bonifiés en faveur des petites entreprises. Elle aura pour principal objectif d'améliorer la confiance des entreprises.

La désinflation pourrait bientôt toucher à sa fin dans les pays anglo-saxons

Face à la montée du chômage et au relâchement des tensions sur les capacités de production, l'inflation diminue dans la plupart des pays de l'OCDE depuis l'an dernier, à l'exception de l'Allemagne et des petites économies européennes qui lui sont liées (Pays-Bas, Autriche). Ces pays exceptés, l'inflation devrait bénéficier cette année du ralentissement des coûts salariaux unitaires, du fait des gains sensibles de productivité et du niveau élevé du chômage.

Cependant, la hausse des prix de l'énergie et des matières premières accompagnant le redémarrage de l'activité constituera un facteur de hausse des prix. Par ailleurs, les entreprises, jugées globalement endettées, seront tentées, dès la reprise de

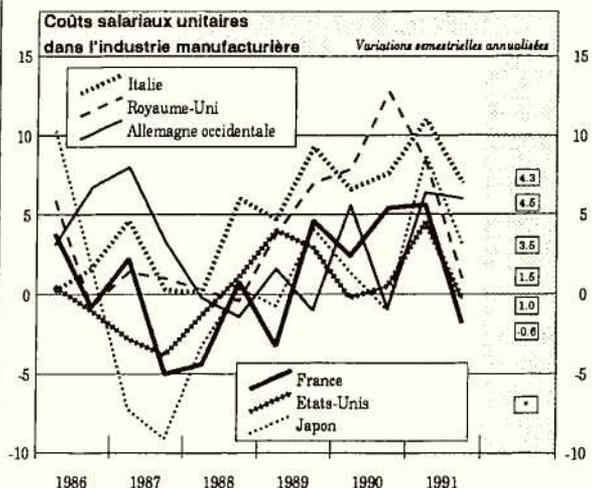


Sources : O.C.D.E., parts de marché constantes de 1985 pour l'O.C.D.E. et l'Allemagne de l'ouest, Direction de la prévision pour la France.

Contrairement à la zone OCDE et en particulier à l'Allemagne, l'accélération du commerce mondial ne profite pas à la France en 1992, qui connaîtra un ralentissement de la demande mondiale qui lui est adressée en raison du tassement de la demande intérieure allemande.

Les coûts salariaux unitaires de nos partenaires ralentissent depuis le second semestre 1991, du fait de gains sensibles de productivité. Au Royaume-Uni, ils ont commencé à ralentir dès le second semestre de 1990.

En Allemagne occidentale, les faibles gains de productivité, suite au ralentissement de la production font obstacle à l'infléchissement des coûts salariaux unitaires.



Sources : Insee pour la France et OCDE pour les autres pays. * Estimations du taux de croissance en moyenne annuelle pour 1991.

Demande mondiale adressée à la France							(Produits manufacturés en volume, évolution en %, part de marché 1985)						
1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	La part de marché de chaque zone en 1985 est indiquée entre parenthèses	Moyennes semestrielles (taux annualisé)				Glissements semestriels (taux annualisé)	
								1991		1992		1992	
								1 ^{er} S.	2 ^{ème} S.	1 ^{er} S.	2 ^{ème} S.	1 ^{er} S.	2 ^{ème} S.
8,1	10,3	10,5	9,9	7,4	5,6	5,5	OCDE (71,4 %)	6,7	4,0	5,6	6,7	7,2	7,8
7,0	9,8	10,5	9,8	8,7	7,1	4,9	dont : CEE 5 pays (44 %)	9,0	2,6	4,8	6,6	6,0	8,0
-20,0	-14,2	3,0	3,7	7,8	9,5	9,5	OPEP (9,1 %)	7,4	26,6	5,3	3,1	4,0	5,6
-11,1	-10,6	10,7	15,1	-8,3	34,3	4,7	Est (3,6 %)	78,9	32,6	-11,1	15,6	-5,3	11,3
3,3	6,9	9,6	9,4	6,8	6,2	5,9	Totale (100 %)	7,6	6,5	6,3	6,0	5,3	7,8

Source et prévisions : Direction de la Prévision

la demande, de reconstituer rapidement leurs marges qu'elles avaient sensiblement comprimées en 1991, et ce d'autant plus que les marges de capacités disponibles sont moins importantes que lors des sorties de récession passées.

Aux Etats-Unis, l'inflation devrait passer de 2,8 % à un peu plus de 3 % 1/2 en fin d'année. L'inflation sous-jacente n'arrive pas à baisser en deçà d'un plancher situé à 3,9 - 4 % depuis 5 à 6 ans.

Au Royaume-Uni, le glissement annuel des prix s'est établi à 4,4 % en avril et en 6 mois l'inflation sous-jacente (hors intérêts hypothécaires, énergie, TVA, poll-tax) est passée de 6,2 % en septembre 1991 à 5,1 % en avril en rythme annualisé. L'indice des prix pour la suite de l'année ne profitera pas comme en 1991 des fortes baisses des taux hypothécaires, ce qui aura un effet mécanique sur l'évolution des prix. En revanche, les enquêtes de conjoncture rendent compte de perspectives de prix toujours basses dans l'industrie, en liaison avec des coûts salariaux unitaires en très net ralentisse-

ment dans le secteur concurrentiel manufacturier ; ceux-ci ont en effet atteint 2,8 % fin 1991 en glissement annuel après 6 % en début d'année 1991. Néanmoins, dans les services, les salaires et les prix décélèrent plus lentement.

Les prix en Allemagne occidentale continueraient à pâtir des augmentations marquées des coûts salariaux unitaires, résultat des augmentations salariales (négociées autour de 6 % pour 1992) peu compensées par les faibles gains de productivité, qui avoisineraient 1 %. Cependant, l'inflation semble avoir atteint son pic à 4,8 % en mars et baissera mécaniquement en juillet en raison de la non reconduction de la hausse des droits d'accises de juillet 1991.

La France profiterait modérément du regain de demande intérieure étrangère

Après un ralentissement prononcé jusqu'à la mi-1991, le commerce mondial en produits manufacturés a connu un

net regain au second semestre de 1991, grâce au commerce intra-OCDE, et devrait légèrement s'accélérer au premier semestre : selon l'OCDE, sa croissance garderait un rythme constant au cours de l'année et passerait de 4,2 % en 1991 à 6,0 % en 1992. En raison de la nette inflexion des importations allemandes depuis le second semestre de 1991 qui compenseraient le regain de demande intérieure des autres pays, la demande mondiale adressée à la France connaîtrait une croissance, en moyenne annuelle, du même ordre que celle du commerce mondial. La France ne profitera qu'au second semestre de 1992 de l'accélération de la demande mondiale, notamment suite à la reprise modérée en Amérique du Nord et à une meilleure orientation de la demande intérieure de ses principaux partenaires européens (Allemagne et au Royaume-Uni notamment).

PNB des principaux pays industrialisés

(Variations sur la période, en taux annualisés)

1986	1987	1988	1989	1990	1991	Poids dans l'OCDE (en 1987)	Acquis au premier trimestre	1992	1992	
									1 ^{er} S.	2 ^{ème} S.
ETATS-UNIS										
2,9	3,1	3,9	2,5	1,0	-0,7	(36 %) PNB (en \$ 87)	0,9	1,9	1,8	2,6
6,6	4,6	3,7	3,7	2,2	0,3	Importations (12 %)	3,3	3,5	-2,2	4,8
3,6	2,8	3,6	1,9	1,2	-0,1	Consommation privée (67 %)	1,7	1,4	1,0	2,0
5,2	3,0	0,6	1,5	3,2	0,9	Consommation publique (19 %)	-0,8	-1,7	-1,1	-1,4
0,4	-0,5	4,2	0,4	-1,6	-7,6	FBCF totale (14 %)	0,7	4,0	3,9	6,2
3,0	2,7	3,0	1,9	0,5	-1,3	Demande intérieure totale (100 %)	0,8	1,6	1,1	2,4
6,6	10,5	15,8	11,3	7,7	6,4	Exportations (11 %)	4,0	6,0	3,7	6,1
JAPON										
2,7	4,3	6,3	4,8	5,3	4,4	(19 %) PNB (en Yen 85)	1,7	1,8	1,8	2,4
0,6	10,5	21,3	22,1	12,0	-2,8	Importations (17 %)	3,5	3,6	3,6	4,6
3,4	4,2	5,2	4,3	4,3	2,6	Consommation privée (57 %)	2,0	1,3	1,3	2,0
4,5	0,4	2,2	2,1	1,8	3,3	Consommation publique (8 %)	2,4	4,0	4,0	2,2
4,9	9,3	12,2	8,8	10,0	3,4	FBCF totale (33 %)	0,5	1,0	1,0	1,4
3,8	5,0	7,6	5,8	5,5	3,0	Demande intérieure totale (99 %)	1,4	1,0	1,0	2,2
-5,3	4,6	10,7	15,1	10,6	5,0	Exportations (18 %)	5,0	5,1	5,1	5,6
ALLEMAGNE (ex-ouest)										
2,2	1,4	3,5	3,8	4,7	3,2	(9 %) PNB (en DM 85)	2,2	3,9	3,9	3,6
3,3	3,9	5,4	8,7	12,5	12,5	Importations (40 %)	2,6	2,5	2,5	3,5
3,5	3,3	2,5	2,0	4,5	2,5	Consommation privée (56 %)	1,8	2,9	2,9	3,3
2,5	1,5	2,2	-1,6	2,1	0,7	Consommation publique (18 %)	0,4	-1,4	-1,4	1,0
3,3	2,1	4,4	7,1	9,2	6,4	FBCF totale (22 %)	4,6	8,3	8,3	3,7
3,3	2,5	3,4	2,7	5,2	3,2	Demande intérieure totale (97 %)	2,1	2,8	2,8	3,1
-0,1	0,6	5,6	11,7	10,4	12,1	Exportations (43 %)	3,0	6,9	6,9	5,4
ROYAUME-UNI										
4,0	4,6	4,2	2,3	1,1	-2,2	(6 %) PIB (en £ 85)	0,9	0,3	0,3	3,8
6,9	7,8	12,3	7,4	1,0	-2,9	Importations (33 %)	3,1	3,5	3,5	2,3
6,2	5,2	7,4	3,5	1,0	-1,8	Consommation privée (66 %)	0,6	0,7	0,7	1,6
1,8	1,2	0,6	0,9	3,0	2,0	Consommation publique (19 %)	3,1	3,9	3,9	4,3
2,4	9,6	13,1	6,8	-2,2	-10,5	FBCF totale (18 %)	-4,4	-6,3	-6,3	0,3
4,6	5,3	7,8	3,3	0,0	-3,4	Demande intérieure totale (102 %)	0,7	0,6	0,6	2,3
4,7	5,6	0,0	4,2	4,9	1,1	Exportations (31 %)	4,3	0,3	0,3	3,8
ITALIE										
2,5	3,0	4,2	3,3	2,0	1,4	(6 %) PIB (en Lires 85)	1,5	1,9	1,9	1,7
4,6	10,1	6,9	9,0	6,6	2,9	Importations (28 %)	4,5	4,3	4,3	4,5
3,8	4,2	4,1	3,9	2,7	2,8	Consommation privée (65 %)	2,4	2,2	2,2	2,5
2,9	3,7	2,8	0,5	2,9	1,7	Consommation publique (16 %)	1,0	1,0	1,0	1,1
1,6	5,8	6,7	5,1	3,0	0,9	FBCF totale (22 %)	1,0	1,1	1,1	1,1
2,8	4,7	4,7	3,3	2,0	2,3	Demande intérieure totale (104 %)	1,9	1,9	1,9	2,0
3,8	3,3	4,8	10,4	7,2	-0,8	Exportations (23 %)	3,2	4,9	4,9	3,7
FRANCE										
2,5	2,3	4,5	4,1	2,2	1,2	(7 %) PIB (en F 80)	1,7	2,5	2,5	2,3
7,1	7,7	8,6	8,2	6,5	2,8	Importations (27 %)	2,5	3,6	3,2	4,5
3,9	2,9	3,3	3,3	2,9	1,5	Consommation privée (60 %)	1,6	2,5	2,7	2,5
1,7	2,8	3,4	0,3	1,9	2,9	Consommation publique (18 %)	1,5	2,5	2,2	2,8
4,5	4,8	8,6	7,5	3,9	-1,5	FBCF totale (23 %)	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2
4,5	3,3	4,4	3,5	3,2	0,9	Demande intérieure totale (102 %)	0,9	1,5	1,0	2,6
-1,4	3,1	8,1	10,2	5,1	4,0	Exportations (25 %)	5,7	7,2	8,3	3,1

Prévisions INSEE pour la France, prévisions des Communautés Européennes pour les autres pays, selon les budgets économiques (avril 1992).

Moyenne semestrielle.

Le pourcentage indiqué après chaque agrégat représente son poids dans le PNB/PIB, en volume, en 1991.

Politique monétaire et financement de l'économie

Dans un marché des changes perturbé par les incertitudes économiques, le franc français s'apprécie, notamment au sein du SME. Les taux d'intérêt restent élevés mais n'affectent guère le financement de l'économie sur les marchés. En revanche, la distribution de crédits est fortement ralentie, même si plusieurs facteurs favorables se trouvent actuellement réunis.

Le marché des changes reflète les incertitudes des agents sur la reprise mondiale

Les taux de change entre les grandes devises traversent, au premier semestre de 1992, une zone de turbulences. Les taux d'intérêt variant peu, les fluctuations des parités reflètent

celles des anticipations conjoncturelles par pays.

Le dollar a bénéficié au premier trimestre d'une succession de signaux économiques favorables aux Etats-Unis. Il est passé de 5,18 F et 1,51 DM le 23 décembre à 5,70 F et 1,68 DM le 20 mars, restant néanmoins sous-évalué. Mais la faiblesse de la reprise observée, qui a entraîné l'abaissement de 4 % à 3,75 % de l'objectif des fed funds le 9 avril, a brisé cet élan. Le dollar est revenu dans une phase de consolidation, cotant 5,40 F et 1,61 DM fin mai.

Symétriquement, le yen et le deutschemark se sont dépréciés selon des calendriers différents. Affaibli plus tôt par le ralentissement allemand et les incertitudes pesant sur l'évolution des salaires, le deutschemark a moins bien résisté que le yen à l'appréciation du dollar en janvier. Mais le constat d'une récession à la japonaise (croissance inférieure à 3 % en économie de plein emploi), puis l'abaissement du taux d'escompte de la Banque du Japon de 4,5 % à 3,75 % le 1^{er} avril, ont ensuite inversé cette tendance. Au total, le dollar est passé de 124 yens le 6 janvier à 133 le 10 avril, avant de revenir à 130 fin mai. Dans ce contexte, la communauté internationale appelle le Japon à soutenir sa monnaie, compte tenu de ses excédents conjugués des paiements courants et des mouvements de capitaux.

Le système monétaire européen (SME) s'est enrichi le 6 avril d'une onzième monnaie : l'escudo portugais. Au sein du SME, la faiblesse relative du mark a principalement profité à la livre et au franc. La livre sterling, qui accusait une faiblesse marquée, a rejoint son cours-pivot.

De même, le franc évoluait depuis la fin de 1990 dans le bas de sa bande de fluctuation (3,28 à 3,43 F le mark), malgré les bonnes performances de l'économie française en matière d'inflation et de commerce extérieur. En progression depuis janvier, il a momentanément dépassé en mai son cours-pivot en écu, pour la première fois depuis le printemps 1990.

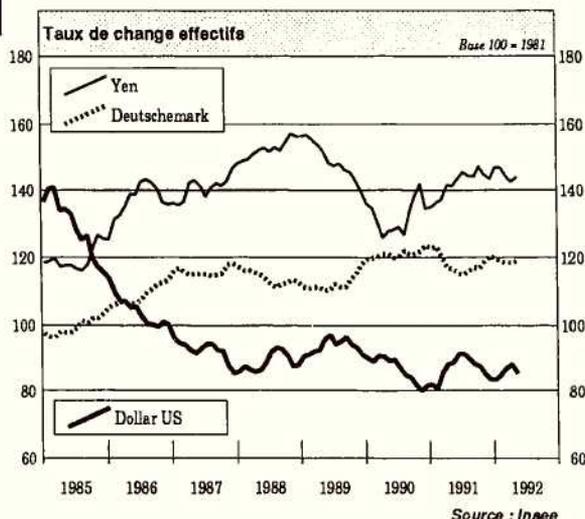
L'appréciation du franc conforte sa crédibilité au sein du SME

Cette appréciation du franc, si elle se confirme, pourra dégager une marge de manoeuvre à la baisse sur les taux d'intérêt français. Ceux-ci, contraints par la position du franc au sein du SME, n'avaient en effet guère suivi la légère détente des taux d'intérêt à court terme, sensible dans certains pays de la Communauté au deuxième trimestre, après une tendance plutôt ferme en début d'année.

Cette détente a été favorisée par un assouplissement des conditions d'intervention de plusieurs banques centrales européennes, à commencer par celles dont les taux directeurs restent les plus élevés : Portugal (de 20,5 à 17,93 % les 19 février et 6 avril), Espagne (de 12,65 à 12,4 % le 25 février), Royaume-Uni (de 10,5 à 10 % le 5 mai). Même les banques centrales du Benelux ont abaissé le taux de leurs avances de 9,4 à 9,3 % les

LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Les taux d'intérêt variant peu au premier semestre, les fluctuations des parités reflètent celles des anticipations conjoncturelles par pays.



20 février (Pays-Bas) et 24 février (Belgique), alors qu'il était déjà inférieur au taux lombard de la Bundesbank (9,75 %).

En Allemagne et en France, les autorités monétaires n'ont pas baissé leurs taux directeurs. La rigueur allemande se justifie par le fort niveau des revendications salariales et par le dérapage de la masse monétaire. La politique monétaire ne devrait pas se relâcher avant des signes durables de réduction de l'inflation. Un assouplissement dépendra aussi de l'évolution de l'agrégat monétaire M3, dont le rythme de croissance reste trop élevé. La forte inversion de la courbe des taux témoigne malgré tout de la confiance des milieux financiers dans la réussite de cette politique monétaire rigoureuse.

La France mène une politique monétaire prudente. Ses taux d'intérêt se situent à quelques dixièmes de points au-dessus des taux allemands correspondants, reproduisant l'inversion de leur structure par terme. Attirés par les rémunérations offertes, les capitaux affluent depuis le début de l'année en Europe, mais plutôt en France qu'en Allemagne. Ces mouvements témoignent de la crédibilité acquise par le franc au sein du SME.

La crédibilité accrue de l'ensemble du SME a toutefois été affectée par le refus du Danemark, qui s'est exprimé par référendum le 2 juin, de ratifier le traité de Maastricht. L'incertitude ressentie de ce fait sur la poursuite de l'intégration monétaire en Europe a perturbé les marchés financiers. L'écu, dont le marché privé se développait sensiblement, a été momentanément délaissé. Les monnaies européennes ont été moins prisées et les taux d'intérêt se sont redressés dans les pays de la CE. L'Allemagne, et dans une moindre mesure la France, ont mieux

résisté à ce choc que les autres pays.

Le financement de l'économie ne souffre pas de la prudence monétaire

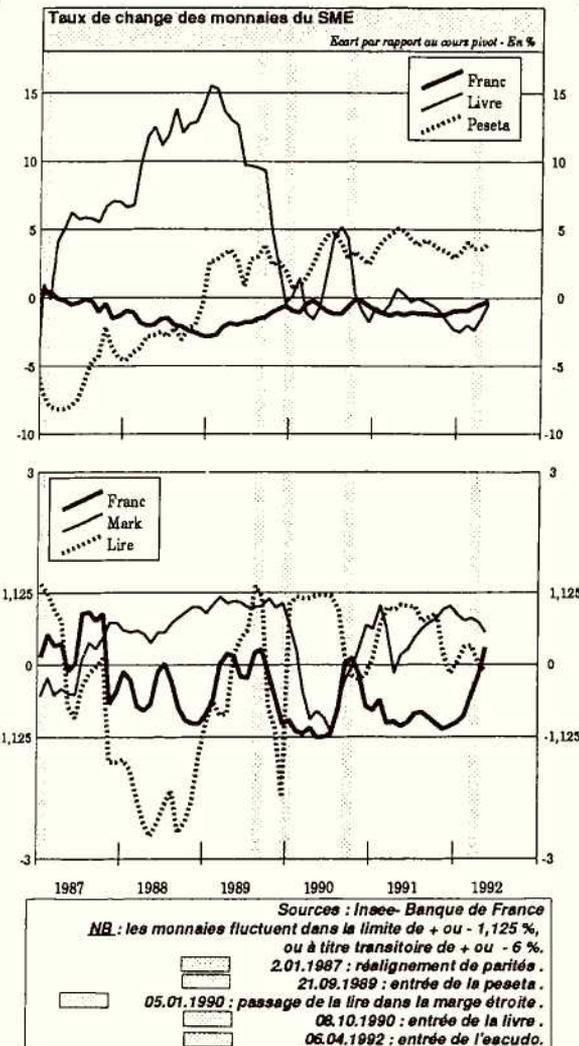
Depuis le début d'année la masse monétaire évolue régulièrement dans le haut de sa fourchette-objectif. Pour un objectif annuel de 4 à 6 % (fixé, il est vrai, à partir d'un point bas), l'agrégat-cible M3 a progressé au cours des quatre premiers mois sur un rythme annuel de 5,9 %. Cette croissance reste toujours tirée par les OPCVM à court terme (M3-M2), tandis que les dépôts à vue (M1) se sont stabilisés après la chute du second semestre 1991, et que les comptes sur livret (M2-M1) continuent à se vider progressivement.

La croissance des agrégats larges M3 et M4, comprenant les placements à court et moyen terme, s'accompagne de celle des émissions nettes de valeurs mobilières, actions et obligations (188,6 Mds de F sur les quatre premiers mois de 1992 contre 139,7 Mds de F un an plus tôt). Cependant, c'est le doublement des émissions d'obligations publiques qui contribue le plus à cette croissance (59,9 Mds de F contre 31,9). Le reste finance principalement les institutions financières (32,2 Mds de F contre 14,0) et les sociétés et quasi-sociétés non financières (91,4 Mds de F contre 90,9). Cette forte sollicitation des marchés financiers français est caractérisée par le niveau durablement élevé des taux d'intérêt réels à long terme.

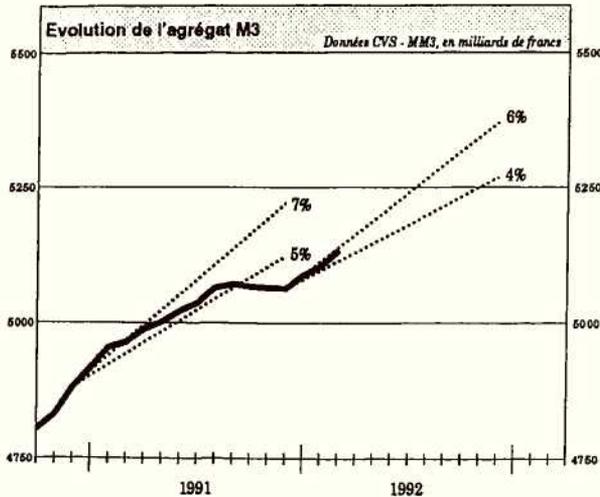
Le crédit, sensiblement ralenti, bénéficie désormais de facteurs favorables

Les crédits à l'économie continuent de progresser toujours à un rythme proche de celui du PIB nominal, contrastant avec le rythme très soutenu des années 1987 à 1990 (+ 4,9 % en glissement annuel en mars 1992). Les seuls crédits bancaires connaissent un ralentissement marqué depuis 1990. Ils ont commencé l'année 1992 avec une progression de 0,6 % seulement au premier trimestre, contre 7,6 % sur l'ensemble de 1991. Les crédits bancaires aux ménages sont stables en termes réels depuis le printemps 1991 (+ 3 % en glissement en mars),

Au sein du SME, la faiblesse relative du mark a principalement profité à la livre et au franc, jusqu'au référendum danois sur le traité de Maastricht.



LA POLITIQUE MONETAIRE ET LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE



Source : Banque de France

▲ La prudence monétaire n'a pas empêché la masse monétaire d'évoluer régulièrement dans le haut de sa fourchette-objectif : sur quatre mois, l'agrégat-cible M3 progresse à un rythme annuel de 5.9 %.

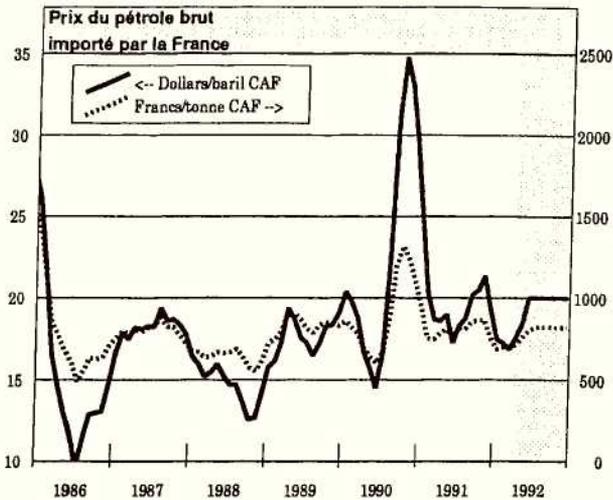
tandis que les crédits bancaires aux sociétés se sont stabilisés fin 1991 (le glissement restant cependant élevé : + 6 % en mars).

Depuis ces derniers mois toutefois, la distribution de crédits bénéficie d'une conjonction de facteurs favorables, du côté de l'offre comme du côté de la demande. Du côté de l'offre, tout d'abord, le léger freinage induit par l'effort des banques pour satisfaire à la réglementation prudentielle ne joue plus. Alors que la plupart d'entre elles avaient déjà dépassé ou atteint le ratio de solvabilité, le mode de calcul de celui-ci a été assoupli le 27 janvier par le Comité de la réglementation bancaire, pour s'aligner sur les modalités pratiquées dans les autres pays.

D'autre part, la Banque de France a unifié à 1 % les taux de réserves obligatoires sur les exi-

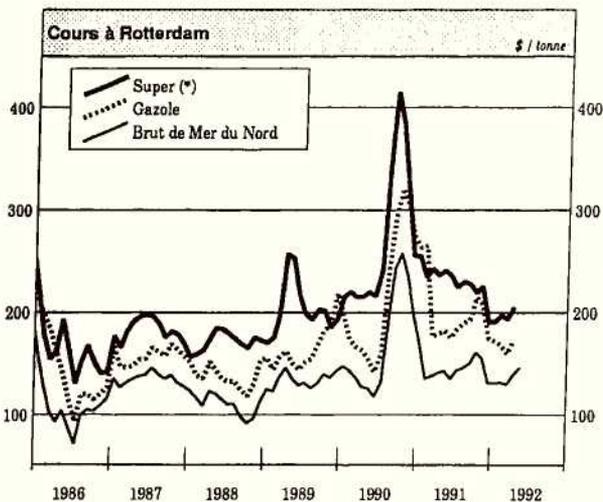
gibilités à vue en francs (précédemment 4,1 %) et sur les comptes sur livrets (précédemment 2 %). Cette mesure a réduit les réserves obligatoires de 48 Mds de F au niveau symbolique de 17 Mds pour la période de constitution débutant le 16 mai. Pour un placement à 10 % elle restitue aux banques environ 3 Mds de F de manque à gagner. Les banques ont accepté de répercuter l'ensemble de cette somme sur les intérêts des 600 Mds de F de crédits indexés sur leur taux de base, diminué en conséquence d'un demi-point pour s'établir à 9,85 %. Les débiteurs concernés sont des ménages et surtout des petites ou moyennes entreprises. Celles-ci verront donc diminuer le coût de leur crédit et augmenter leur capacité d'autofinancement, ce qui peut stimuler leur demande d'investissement et de crédit. ■

Marché du pétrole et matières premières



Le 1^{er} trimestre a été marqué par le bas prix du pétrole importé (697 F/tonne). Cette modération des prix s'interrompt en avril : la hausse des cours mondiaux n'est pas compensée par une chute similaire de la parité du dollar.

Au 1^{er} trimestre les carburants ont connu leurs cours les plus bas depuis 1989. Le gazole et le pétrole brut ont eu des évolutions symétriques : leurs cours se redressent depuis le mois d'avril.



Source : Insee
(*) regular sans plomb depuis le 01.07.1991.

Les cours sur les marchés pétroliers ont été déprimés au premier trimestre

Le sentiment d'abondance de l'offre sur le marché qui prévalait en fin d'année 1991 a continué de déprimer les cours du pétrole au premier trimestre de 1992 : ils se sont établis à 18 \$ le baril, niveau le plus bas atteint depuis la crise du Golfe.

La baisse du plafond de production des pays de l'OPEP (22,98 mbj au lieu de 23,6), décidée en février, a permis d'enrayer la chute des cours, mais le panier de référence OPEP situé à 16 \$ est resté très en-dessous de l'objectif de 21 \$ défendu par plusieurs pays de l'Organisation. Cette faiblesse des cours a été entretenue par les rumeurs sur le possible retour de l'Irak (cependant improbable avant la fin d'année). Les sanctions décidées par l'ONU à l'encontre de la Lybie au début du mois d'avril ont entraîné un raffermissement des cours, consolidé au mois de mai par les signes de reprise de la demande pétrolière, notamment en Amérique du Nord.

Si la production de l'OPEP a permis, au cours du premier semestre, de maintenir l'équilibre du marché, des tensions apparaissent probables au second semestre, compte tenu de la décision de l'OPEP prise au mois de mai de maintenir son plafond de production jusqu'à l'automne, le Koweït ayant seul été autorisé à augmenter son offre.

Hors OCDE, le recul persistant de la consommation de produits pétroliers dans l'ancienne Union Soviétique (- 7 % par an) compenserait encore la croissance de la demande dans les autres pays. Mais dans les pays de l'OCDE (qui représentent 57 % de la demande mondiale et 24 % de la production), la reprise économique attendue s'accompagnerait d'un accroissement de la demande pétrolière voisine de 1 % entre le second semestre de 1992 et le second semestre de 1991, ce qui se traduirait par un appel au brut de l'OPEP plus important.

Les prix au second semestre de 1992 retrouveraient les niveaux du second semestre de 1991

Les cours du pétrole Brent s'établiraient, comme en 1991, entre 20 et 22 \$ par baril durant le second semestre. Compte tenu de la structure des approvisionnements de la France, le coût CAF se situerait un peu en deçà de ces cours (20 \$/baril), à un niveau légèrement supérieur à celui du second semestre de 1991. Exprimé en francs, le prix de la tonne de pétrole importé s'établirait à 820 F contre 720 F au premier semestre 1992 et 827 F au second semestre 1991^{1/}.

Cette relative similitude des cours d'un semestre à l'autre s'observerait également sur les marchés de produits raffinés, mais ces marchés sont par nature plus sensibles aux fluctuations saisonnières de la demande. La hausse des cours du brut au début de l'hiver devrait conduire à

^{1/} L'hypothèse conventionnelle retenue est celle d'un dollar à 5,60 FF au second semestre de 1992.

Prix du pétrole										Niveaux		
	Niveaux trimestriels								Niveaux annuels			
	1991				1992				1990	1991	1992	
	1 ^{er} T.	2 ^{ème} T.	3 ^{ème} T.	4 ^{ème} T.	1 ^{er} T.	2 ^{ème} T.	3 ^{ème} T.	4 ^{ème} T.				
Dollar en francs	5,2	5,9	5,9	5,6	5,5	5,6	5,6	5,6	5,4	5,6	5,6	
PETROLE												
Baril de "BRENT" en dollars	20,2	19,1	19,9	20,5	17,9				23,3	19,9		
Baril importé en dollars	21,1	18,2	19,0	20,3	17,3	18,5	20,0	20,0	22,4	19,7	18,9	
Tonne importée en francs	808	786	827	827	697	760	820	820	896	812	774	

Hypothèse conventionnelle pour le taux du dollar par rapport au franc et le baril de pétrole importé.

des tensions plus fortes sur le gazole que sur l'essence. Par ailleurs, l'utilisation accrue de fioul lourd à haute teneur en soufre dans l'industrie maintiendrait ce produit à des cours relativement élevés.

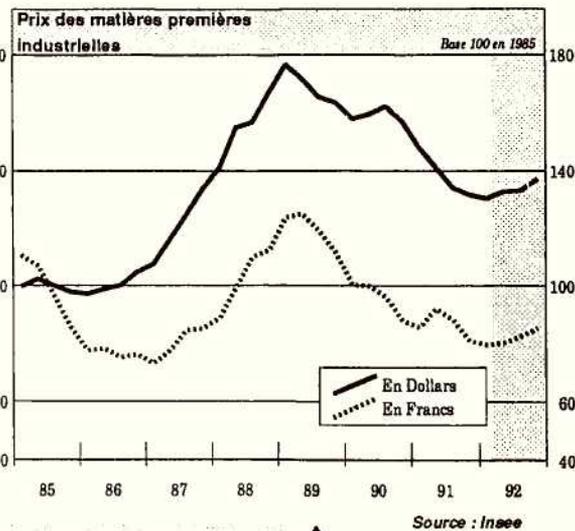
La tendance à la baisse des prix des matières premières industrielles s'inverserait en cours d'année

Les prix en dollars des matières premières industrielles d'origine agricole ont progressé de plus de 4 % au premier trimestre et restent orientés à la hausse pour le deuxième trimestre. Cette tendance se poursuivrait au second semestre avec la consolidation de la reprise de l'économie aux Etats-Unis.

En dépit d'un redressement des cours des métaux non ferreux à la Bourse de Londres en début d'année par anticipation d'un rebond de l'activité américaine, la tendance à la baisse des prix en dollars des matières premières industrielles d'origine minérale s'est amplifiée au premier trimestre (- 3 % après - 1,5 % le trimestre précédent) en raison du ralentissement de l'économie japonaise. Mais ce mouvement semble s'inverser au deuxième trimestre. Des hausses seraient attendues pour le second semestre, mais d'ampleur modérée du fait du haut niveau des stocks de métaux non ferreux toujours alimentés par les arrivages de la Communauté des Etats Indépendants (CEI).

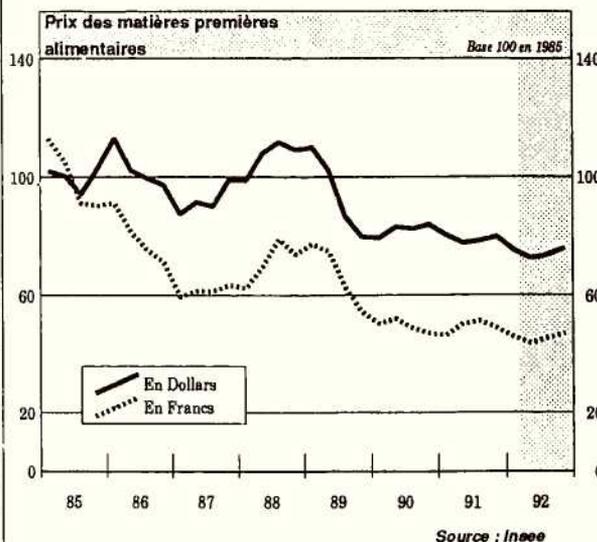
Les prix des matières premières alimentaires croîtraient au second semestre

Les prix en dollars des denrées tropicales ont chuté de près de 11 % au premier trimestre. L'abondance de l'offre et la suspension des accords internationaux continuent de peser sur les cours du café et du cacao, qui atteignent le point le plus bas depuis plus de quinze ans. Seule, la réussite des négociations, actuellement en cours, pour le rétablissement des accords inter-



Les mouvements du dollar atténueraient la remontée des prix des matières premières industrielles au deuxième trimestre et l'amplifieraient au troisième trimestre.

Le prix des matières premières alimentaires atteindraient leur point bas au deuxième trimestre et se redresseraient au second semestre.



LE MARCHÉ DU PÉTROLE
ET DES MATIÈRES PREMIÈRES

En début d'année, la demande américaine a soutenu les cours du caoutchouc naturel et a conduit les producteurs de pâte à papier à relever leurs prix de plus de 7 % pour le premier semestre. Les prix de la pâte à papier, considérés parfois comme un indicateur avancé de l'activité américaine, avaient cessé de baisser en novembre 1991 et avaient subi une première augmentation de 4 % en décembre dernier.

Prix de l'énergie et des matières premières importées en francs

Evolution en %

	Glissements trimestriels								Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	1991				1992				1990	1991	1992	1990	1991	1992
	1 ^{er} T.	2 ^{ème} T.	3 ^{ème} T.	4 ^{ème} T.	1 ^{er} T.	2 ^{ème} T.	3 ^{ème} T.	4 ^{ème} T.						
Energie <i>Pétrole</i>	-33,0	-2,8	5,3	-0,1	-15,9	9,0	7,9	0	28,4	-29,5	8,7	8,3	-9,4	-4,7
Mat.premières industrielles	-2,6	7,5	-4,2	-8,2	-1,6	0,2	3,7	3,1	-18,6	-10,1	9,6	-19,9	-9,6	-5,6
Mat.premières alimentaires	-1,3	8,7	1,8	-4,7	-6,6	-5,6	4,6	3,4	-9,6	-0,5	-0,5	-26,1	-0,3	-8,4

Prévisions

nationaux permettrait une remontée des cours au second semestre.

Le fléchissement de plus de 2 % des prix en dollars des oléagineux au premier trimestre est consécutif à l'accroissement de la production pour la présente campagne (octobre à septembre). Toutefois les cours, qui semblent se redresser pour le deuxième trimestre avec les prévisions d'achats de la CEI,

resteraient soutenus au second semestre dans la perspective d'une réduction de la production pour la saison 1992/1993.

Le raffermissement des cours des céréales (blé, maïs) au premier trimestre est dû à la baisse de la récolte pour la campagne 1991/1992 (octobre à septembre). Mais les cours se tasseraient au second semestre en raison de la hausse probable de la production lors de la cam-

pagne 1992/1993. La réduction des importations de la CEI en provenance de Cuba a pesé sur les cours du sucre au premier trimestre. Cependant, le relatif équilibre du marché (diminution du ratio stocks/consommation) et la baisse prévue de la production de la prochaine campagne entraîneraient une hausse des cours à partir du deuxième trimestre. ■

Coûts et prix de production

LES COÛTS
ET LES PRIX DE PRODUCTION

Les coûts unitaire d'exploitation dans l'industrie manufacturière baisseraient en 1992 (- 0,2 % après + 1,4 % en 1991). Ils bénéficieraient de la stabilité du coût des consommations intermédiaires (0 % après + 0,8 % en 1991) et du fléchissement du coût salarial unitaire (- 0,7 % après + 3,7 %).

Au premier trimestre de 1992, la chute des prix à l'importation de l'énergie conjuguée à la baisse des prix des matières premières industrielles a entraîné une diminution sensible du coût des consommations intermédiaires dans l'industrie manufacturière. Cette baisse s'interrompt au deuxième trimestre et le coût des consommations intermédiaires retrouverait un rythme de croissance annuel proche de 2 % au second semestre. On devrait en effet assister au second semestre à une remontée des prix (en francs) des produits pétroliers importés et à un arrêt de la chute des prix des matières premières

Après avoir pendant 18 mois comprimé leurs marges d'exploitation, les entrepreneurs des secteurs manufacturés laissent leurs prix de production évoluer plus vite que leurs coûts, ce qui permet une reconstitution de leurs marges.

industrielles importées, qui ont perdu plus de 50 % en trois ans.

Dans l'industrie manufacturière, les coûts salariaux unitaires diminueraient en 1992, cette baisse étant entièrement imputable à l'amélioration de la productivité apparente du travail dans ce secteur. En effet, après un ajustement modéré de l'emploi au ralentissement de l'activité en 1991, les effectifs continueraient de baisser en 1992 dans l'industrie manufacturière. Cette diminution des effectifs, associée à un regain de l'activité induirait une augmentation de plus de 5 % de la productivité apparente du travail. En outre, le salaire moyen par tête connaîtrait en 1992 une évolution modérée, légèrement inférieure à celle de l'année passée.

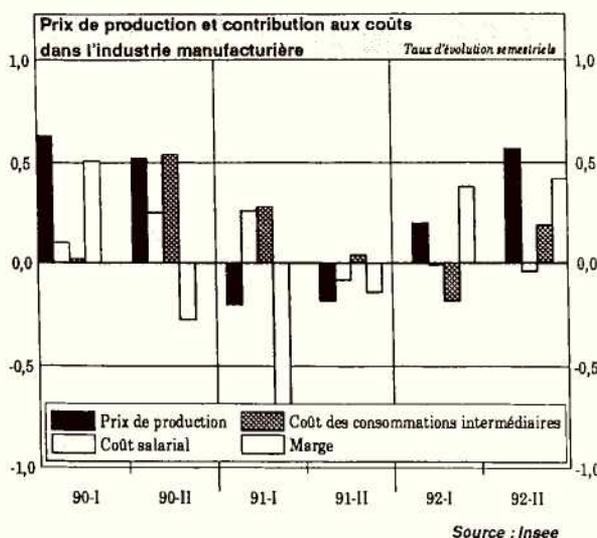
Ces évolutions du coût salarial et de la productivité caractérisent une phase de reprise du cycle de productivité. Elles seraient comparables à celles de l'année 1987 où la reprise de l'activité s'était accompagnée de très forts gains de productivité apparente du travail.

Les prix de production dans l'industrie manufacturière ont décliné en 1991 en glissement annuel, les entreprises cherchant à rester compétitives sur les marchés intérieurs et extérieurs en réduisant leurs marges d'exploitation. Le regain d'activité au premier trimestre de 1992 s'accompagne d'une croissance des prix de production qui devrait se poursuivre tout au long de l'année. En glissement annuel fin 1992, ils atteindraient

un rythme de croissance proche de 1 %. Compte tenu par ailleurs de l'évolution des coûts d'exploitation, les marges des entreprises se reconstitueraient.

Pour l'ensemble des entreprises non financières, le taux de marge d'exploitation se redresse également dès le premier trimestre. Cette tendance se dégraderait légèrement sur le reste de la période du fait d'une accélération du coût des consommations intermédiaires, malgré le ralentissement sensible du coût salarial unitaire. Cette décélération des charges salariales couplée au regain de l'activité au premier trimestre de 1992 induit une baisse du poids des charges salariales dans la valeur ajoutée, celle-ci étant acquise dès le premier trimestre. Ce ratio devrait se stabiliser sur le reste de la période, la croissance de l'économie étant encore modérée, et s'établir en moyenne annuelle à 60,3 % après 61,0 % en 1991.

Les autres charges d'exploitation, après avoir fortement augmenté au premier trimestre, décélèreraient au cours des trois trimestres suivants conduisant à une remontée progressive du taux de marge des entreprises (hors entreprises individuelles) qui en moyenne annuelle s'établirait à 32,4 % après 31,9 % en 1991. La nette diminution de la pression fiscale, faisant suite à la faible activité de 1991, associée à la bonne tenue de la demande entraînerait une légère amélioration du taux d'épargne (16,9 % après 16,2 % en 1991) et expliquerait aussi, du fait du moindre effort d'investissement, une nette augmentation du taux d'autofinancement qui s'élèverait à 100,7 % en moyenne annuelle après 90,6 % en 1991. Enfin la part des intérêts nets versés dans l'excédent brut d'exploitation continuerait à augmenter en 1992, quoique plus faiblement qu'en 1991. ■



**Les coûts d'exploitation et les prix de production
dans l'Industrie manufacturière**

Evolution en %

	Glissements semestriels						Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	1990		1991		1992		1990	1991	1992	1990	1991	1992
	1 ^{er} S.	2 ^{ème} S.	1 ^{er} S.	2 ^{ème} S.	1 ^{er} S.	2 ^{ème} S.						
Coût des consommations intermédiaires	-0,3	1,4	-0,3	0,4	-0,4	0,9	1,1	0,1	0,5	0,5	0,8	0,0
Coût salarial unitaire ⁽¹⁾	2,3	3,1	1,2	0,4	-1,2	-0,4	5,5	1,5	-1,6	3,7	3,7	-0,7
- Salaire moyen par tête	2,6	2,2	2,3	2,0	2,2	2,3	4,9	4,4	4,6	5,0	4,5	4,4
- Productivité ⁽²⁾	0,3	-0,9	1,1	1,6	3,6	2,7	-0,6	2,7	6,4	1,2	0,8	5,2
Coût unitaire d'exploitation	0,3	1,8	0,1	0,4	-0,6	0,6	2,1	0,5	0,0	1,2	1,4	-0,2
Prix de production	0,7	0,4	-0,4	-0,1	0,4	0,6	1,1	-0,5	-1,0	1,3	-0,0	0,4

(1) Hors prélèvements obligatoires.

(2) Production par tête.

Prévisions

LES COÛTS
ET LES PRIX DE PRODUCTION

Prix de détail

La stabilisation de la croissance des prix au début de 1992...

En avril 1992 comme en décembre 1991, le glissement annuel de l'indice des prix s'établit à 3,1 % ; ce taux a légèrement fluctué au cours des quatre premiers mois de 1992 en fonction de l'évolution des prix énergétiques et de l'incidence de la suppression du taux majoré de la TVA à la mi-avril. Hors énergie, le rythme annuel de hausse est de 3,4 % en avril ; ce taux est quasiment stabilisé depuis octobre dernier. L'inflation sous-jacente définie par l'évolution de l'indice hors énergie et hors alimentation est, elle aussi,

relativement stable depuis le mois d'octobre à 3,5 % l'an.

... se prolongerait jusqu'à la fin de l'année

Le glissement annuel de l'indice des prix s'établirait à 3 % en fin d'année. Les mesures fiscales prises en avril ont des effets qui s'annulent sur l'évolution de l'indice des prix. L'allègement fiscal et la réduction des tarifs du gaz compensent largement la forte hausse du tabac (la dernière de 10,1 % affectera essentiellement l'indice de mai). Hors énergie, la tendance annuelle serait en très

légère décélération au second semestre pour atteindre 3,3 % l'an en fin d'année au lieu de 3,5 % fin 1991. Enfin, hors énergie et alimentation, les taux de croissance des prix seraient rigoureusement identiques à ceux de 1991 au cours de chaque semestre et pour l'année : 3,6 %.

Les prix énergétiques s'élèveraient légèrement au cours de l'année

Les prix énergétiques, en recul de 1,4 % de janvier à avril, expliquent la diminution du glissement annuel de l'indice d'ensemble en début d'année, de 3,1 % à 2,9 %. Cette décélération a été permise par la baisse transitoire des cours du pétrole brut jusqu'à la fin mars largement compensée par l'appréciation du dollar. Les cours des produits raffinés se sont orientés à la hausse ; toutefois, compte tenu d'une réduction des

LES PRIX DE DÉTAIL

Les prix de détail													En %
Groupes de produits (et pondérations 1992)	Glissements semestriels (1)						Glissements annuels (1)			Moyennes annuelles (2)			
	1990		1991		1992		1990	1991	1992	1990	1991	1992	
	1 ^{er} S.	2 ^{ème} S.	1 ^{er} S.	2 ^{ème} S.	1 ^{er} S.	2 ^{ème} S.							
Alimentation (23 %)	1,8	1,1	1,3	1,7	1,1	1,4	3,0	3,0	2,6	4,1	3,0		
Produits manufacturés du secteur privé (32 %)	1,2	0,7	1,7	1,2	0,8	1,3	2,0	2,9	2,2	1,9	2,7		
Services du secteur privé (19 %)	3,0	2,3	2,8	2,0	2,9	1,9	5,4	4,8	4,9	5,2	5,1		
Energie (8 %)	-0,9	7,3	-1,6	0,9	-0,6	0,9	6,4	-0,8	0,2	4,6	2,1		
Autres tarifs publics (5 %)	0,6	0,4	0,8	2,7	4,1	0,3	1,0	3,5	4,5	1,3	1,9		
Loyers-eau (8,5 %)	2,5	2,0	2,9	2,4	3,3	2,8	4,5	5,3	6,1	5,0	5,0		
Santé (4,5 %)	2,0	0,1	0,3	0,5	1,4	0,8	2,1	0,8	2,2	-0,1	1,0		
ENSEMBLE (100 %)	1,6	1,7	1,5	1,6	1,6	1,4	3,4	3,1	3,0	3,4	3,2	3,0	
Ensemble hors énergie (92 %)	1,9	1,2	1,8	1,6	1,7	1,5	3,1	3,5	3,3	3,3	3,3		
Ensemble hors énergie hors alimentation (69 %)	1,9	1,3	2,0	1,6	2,0	1,6	3,2	3,6	3,6				
Ensemble hors tabacs (98 %)	1,7	1,8	1,5	1,5	1,4	1,5	3,4	3,1	2,9	3,4	3,3		
Hors effets spécifiques : (3)													
Ensemble	1,7	1,9	1,5	1,5	1,7	1,4	3,6	3,5	3,1				
Ensemble hors énergie	2,0	1,3	1,8	1,6	1,8	1,5	3,3	3,9	3,4				

(1) Les glissements semestriels ou annuels sont ici des glissements en termes mensuels (c'est-à-dire, pour les glissements annuels, de décembre de l'année indiquée à décembre de l'année précédente).
(2) La prévision de l'indice moyen annuel pour 1992 repose sur la prévision d'évolution de l'indice mensuel d'ici à la fin de l'année, et sur une estimation de la correction pour produits frais.
(3) Variations de taux de TVA.
□ Prévisions

marges de raffinage par rapport aux niveaux élevés de l'an dernier, les prix au détail sont encore inférieurs à leur niveau d'avril 1991. La majoration des tarifs de l'électricité de 1,3 % a été presque compensée par la réduction de ceux du gaz de 3 %.

Les prix énergétiques devraient, cependant, être moins modérateurs au second semestre qu'au premier, compte tenu des hypothèses concernant le dollar (5,60 F)^{1/} et l'évolution des cours du pétrole brut ; ces derniers sont orientés à la hausse depuis avril en raison de craintes d'une insuffisance de l'offre. Les prix de l'énergie domestique seraient stables. Globalement, le secteur énergétique constituerait, néanmoins, un élément modérateur important.

Les prix alimentaires ralentiraient

Depuis le début de l'année, les prix alimentaires bénéficient du retournement à la modération des prix agricoles à la production. Les prix de détail des viandes ont marqué une faible reprise malgré l'amélioration de la situation sur le marché des viandes. Les tensions sur les prix des fruits, très affectés par le gel du printemps de 1991, tendent à s'atténuer et s'accompagnent d'une tendance inverse sur les prix des légumes. Une nette modération apparaît dans le secteur des vins, des produits de la pêche et des industries agricoles et alimentaires.

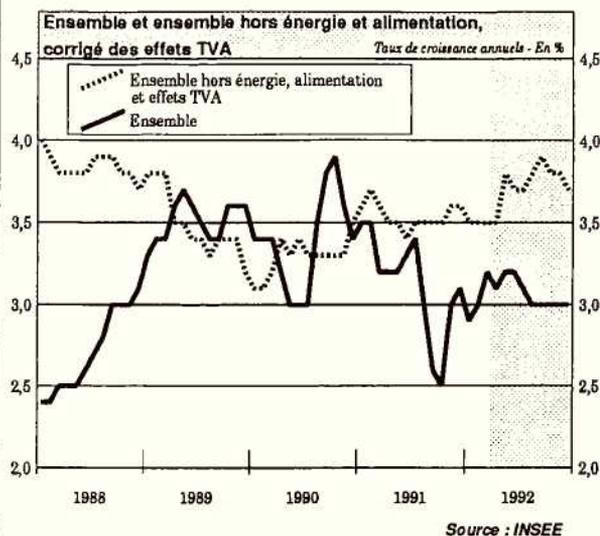
Le rythme de hausse des produits alimentaires en termes annuels, actuellement de 3,1 % devrait se réduire et atteindre 2,6 % en fin d'année. La forte hausse des prix des fruits s'achè-

verait en mai du fait de l'arrivée des productions d'été. La politique agricole communautaire pour la campagne 1992-1993 exercera plutôt un effet à la baisse des prix garantis à la production. Une tendance à la hausse plus soutenue est attendue pour les prix des viandes en raison de la faiblesse de l'offre européenne sur le marché du porc et d'une lente remontée des prix à la production des gros bovins à partir d'un niveau historiquement très bas en 1991.

Les prix des produits industriels constitueraient la composante la plus modératrice de l'indice

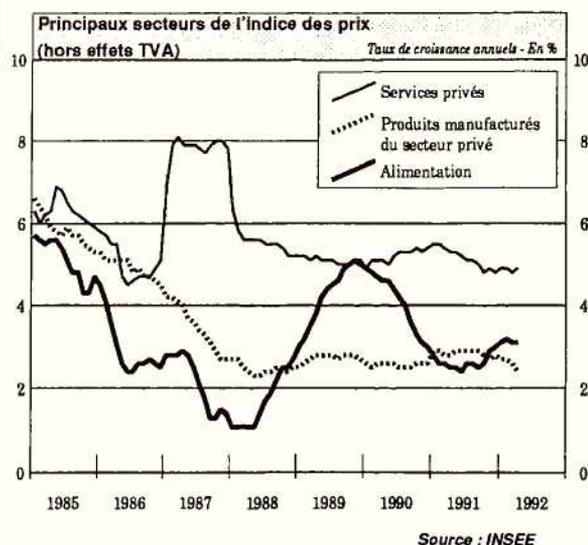
Leur rythme annuel de hausse est passé de 2,9 % l'an en décembre 1991 à 2,3 % en avril 1992. La suppression du taux majoré de la TVA au 13 avril n'explique que partiellement cette décélération. Hors effets des variations de la fiscalité indirecte, la tendance est de 2,4 % l'an au lieu de 2,8 % fin 1991 ; ce taux est le plus bas qui ait été enregistré depuis fin 1988, et seuls les secteurs de la presse et de l'édition accusent encore de fortes hausses.

Du fait de la modification de la TVA, la hausse des prix des produits industriels en 1992 serait ramenée à 2,2 %. En effet, au second semestre, une très légère reprise pourrait apparaître du fait du raffermissement des cours de certaines matières premières et de la moindre baisse des prix des produits chimiques de base dès le début de l'année.



▲ La hausse de l'indice d'ensemble se stabiliserait à 3 % l'an à partir de l'été mais l'inflation sous-jacente serait légèrement plus soutenue qu'en 1991.

Les prix des services cessent de décélérer alors que ceux des produits manufacturés bénéficient d'un infléchissement de leur tendance, même hors effets TVA.



^{1/} Avec une valeur du dollar à 5,40 F, le glissement annuel de l'indice d'ensemble pourrait être limité à 2,9 %.

Comparaison des prix à la consommation ⁽¹⁾					
Moyennes, taux annualisés en %					
	1990	1991	1992 ⁽²⁾	1992 ⁽³⁾	
				1 ^{er} S.	2 ^{ème} S.
France	3,0	3,1	3,0	2,7	3,4
RFA	2,6	3,6	4,1	3,4	3,4
Royaume-Uni	5,6	7,4	5,8	5,2	4,4
Italie	6,2	6,2	5,3	5,2	4,3
Etats-Unis	5,1	4,0	3,0	2,9	3,4
Japon	2,6	2,6	1,5	1,5	1,7

(1) Au sens des comptes nationaux trimestriels.
 (2) Pour la France, prévision de l'INSEE ; pour les autres pays, prévisions de l'OCDE, juin 1992.
 (3) Taux d'accroissement annualisé de la moyenne semestrielle par rapport au semestre précédent.
 [] Prévisions

Les services seraient légèrement moins inflationnistes

L'accélération de la hausse des prix des services privés en début d'année semble n'avoir été que transitoire. La modération observée en mars et en avril concerne précisément les services en forte accélération en début d'année tels que les services d'utilisation de véhicules privés. Les loyers, avec une hausse de 5,1 % l'an, demeurent un frein au ralentissement de l'indice d'ensemble, ainsi que les prix de l'eau distribuée qui ont progressé de 10 % en un an.

Au cours de l'année, les prix des services privés retrouveraient la tendance relativement moins défavorable que l'an

dernier ; leur glissement annuel pourrait être légèrement inférieur à 5 %. En revanche, la hausse des loyers devrait s'accroître compte tenu de l'évolution de l'indice du coût de la construction actuellement en hausse de 5,3 % l'an contre 2,7 % un an auparavant. Les tarifs de l'eau continueraient à croître sensiblement pour permettre le financement d'investissements très importants dans ce secteur. Enfin, les services de santé intègrent, à partir de mai, une revalorisation des honoraires des médecins conventionnés après plus de deux ans de stabilité ; la hausse pour cette année resterait, cependant, modérée (2,2 %).

La France devrait demeurer parmi les pays les moins inflationnistes en 1992

La croissance des prix à la consommation de nos principaux partenaires est voisine de 4,5 % l'an depuis mars après être passée par un minimum en janvier à 4,1 % du fait de la baisse générale des prix énergétiques. En un an, une stabilité du taux d'inflation des partenaires est observée, à laquelle correspond une décélération dans les pays

anglophones (Royaume-Uni de 6,4 % à 4,3 % en avril, Etats-Unis de 4,9 % à 3,2 %) et une accélération presque continue dans la partie occidentale de l'Allemagne de 2,8 % à 4,6 % et aux Pays-Bas de 2,6 % à 4,4 %.

En Allemagne occidentale, le taux d'inflation a culminé en mars avec un taux de 4,8 %. Dans tous les secteurs, les prix augmentent davantage outre-Rhin qu'en France y compris pour les loyers et les services privés. L'accélération est moins importante pour les produits industriels dont le rythme annuel de hausse est passé de 2,5 % en avril 1991 à 3 % en avril 1992. L'allègement de la TVA en France creusera, cependant, l'écart d'inflation dans ce secteur à partir d'avril. En revanche, les prix énergétiques allemands perdront dans le glissement annuel l'effet de l'alourdissement de leur fiscalité intervenu en juillet 1991 ; l'incidence sur l'indice d'ensemble devrait être une baisse mécanique du glissement annuel de l'ordre de 0,6 point en juillet. La hausse des prix de détail allemands en 1992 serait de 4,1 % en moyenne annuelle, selon les prévisions de l'OCDE, ce qui maintiendrait un écart d'inflation en faveur de la France, le taux d'inflation français s'établissant à 3 % en moyenne annuelle. ■