

Chronique de conjoncture

La force fait l'union (*)

Alors que les Etats-Unis approchent de la maturité de leur phase d'expansion, l'Europe et le Japon n'ont pas encore franchi la fin de la récession. En l'absence de tensions inflationnistes les Etats-Unis disposent encore de marges de progression, que s'efforce d'exploiter une gestion monétaire détendue. Mais l'emploi et la confiance des ménages ne sont pas pleinement au rendez-vous. C'est ce facteur qui limite principalement la vigueur de l'expansion américaine : elle ne devrait guère dépasser un rythme de 2 % l'an au cours de 1994.

Au Japon, le retour à la croissance sera marqué par une lenteur inhabituelle. Il dépend du retour des entreprises industrielles et financières à une situation de bilan convenable. Ce processus ne devra pas être déstabilisé par un excès de valorisation du yen. La croissance japonaise restera faible en 1994 (+ 1,6 % après + 0,5 % en 1993).

L'Allemagne s'est engagée plus franchement dans une gestion rationalisée du fardeau de l'unification, ce qui sera à terme favorable à la détente monétaire et financière en Europe. Mais, dans l'immédiat, l'ajustement allemand pèse sur la conjoncture européenne : la réduction des tensions inflationnistes et la maîtrise des coûts salariaux sont des processus en cours qui auront besoin de l'année 1994 pour être menés à bien ; l'activité allemande atteindra son point bas au cours du premier semestre 1994, lorsque la consommation des ménages souffrira pleinement des baisses de revenu amplifiées par les mesures d'économies sociales ; la normalisation monétaire sera effective mais prudente, les taux d'intérêt courts s'approchant d'un butoir un peu supérieur à 5 % d'ici le printemps 1994. L'engagement de la reprise allemande, au second semestre 1994, aura été préparé par un courant d'exportations suscité par l'effort d'investissement américain et par le redressement de la compétitivité. Mais l'année 1994 restera, en moyenne annuelle, une année de stagnation (+ 0,1 % pour le Pib après - 2,4 % en 1993).

(*) Cette chronique a été élaborée au département des diagnostics de l'OFCE dont le directeur est Philippe Sigogne. La partie environnement international a été établie par Jacky Fayolle avec la collaboration de Odile Chagny, Naaman Khoury, Olivier Passet et Christine Riffart, la partie française par Françoise Milewski avec la collaboration de Bruno Coquet, Jean-Marc Daniel et Hervé Péléraux.

La France est en récession depuis l'automne 1992. Relativement aux autres pays européens, la dépression française est en 1993 plus prononcée si on la compare avec la moyenne des cinq principaux partenaires. La France s'est en revanche rapprochée de l'Allemagne dans le repli d'activité. Le redémarrage de la croissance n'interviendrait qu'au second semestre 1994, au rythme de 1,5 % l'an, mais en moyenne annuelle, c'est encore la stagnation qui prévaudrait, car d'ici là joueront encore négativement la ponction sur les revenus des ménages et l'impact du creux allemand. La rétention des dépenses perdure tant que ménages et entreprises souhaitent ou sont contraints de se désendetter, tant que l'inversion entre les taux d'intérêt courts et les taux longs favorise les placements liquides et qu'elle révèle une perspective de baisse encore forte, mais non immédiate, des taux d'intérêt. L'atonie des achats renforce le repli d'activité et donc la constitution d'une épargne de précaution face aux risques de pertes d'emploi. Faible croissance de la consommation, recul de l'investissement des entreprises et contribution négative des stocks à la croissance contiendront la progression du produit intérieur. Excédent extérieur et progression du chômage iront de pair.

Dérive des continents

L'économie internationale connaît aujourd'hui un état de désynchronisation maximale entre pays de l'OCDE : le cycle américain est proche de la maturité de sa phase d'expansion tandis que l'Europe et le Japon n'ont pas encore franchi la fin de la récession. Cette situation ne peut être assimilée à celle qui avait prévalu au milieu des années quatre-vingts, lorsque les Etats-Unis avaient absorbé l'épargne excédentaire de leurs partenaires pour développer leur propre reprise et jouer un rôle de locomotive. Aujourd'hui, l'Allemagne (qui doit financer son unification) et le Japon (qui redéfinit et réoriente l'usage de ses excédents courants) n'ont plus la même vocation de créanciers structurels de l'économie américaine. L'apprentissage de cette nouvelle donne prend du temps et freine l'expansion globale des pays de l'OCDE, au-delà des déphasages existants. Le recyclage des excédents courants japonais privilégie désormais le Sud-Est asiatique et les exportateurs occidentaux apprennent à développer leur présence sur ces marchés. Le plan de redressement budgétaire mis en œuvre par le président Clinton est une adaptation raisonnable à cette nouvelle situation, où le financement externe des déficits américains est moins « spontané ». La crédibilité dont bénéficie pour l'instant ce plan permet une orientation baissière des taux longs américains et concourt plus généralement à relâcher les tensions sur les taux d'intérêt longs à l'échelle mondiale. Cette détente concerne aussi le prix des facteurs de production autres que le capital (énergie, matières premières, travail). Les tensions, cependant, s'expriment autre-

ment. Elles se focalisent sur les plans commercial et monétaire : la faiblesse ou modération généralisée au sein de l'OCDE en dépit, une fois de plus, des désynchronisations des marchés de consommation privée et publique aiguise la concurrence ; la détermination des taux de change, qui décide de la répartition des excédents et déficits commerciaux, est conflictuelle.

Quelle lecture de la conjoncture mondiale des taux d'intérêt ?

Jusqu'à la fin de l'été 1993, l'orientation plutôt baissière des taux d'intérêt longs à l'échelle mondiale doit ainsi être correctement interprétée. Dans un contexte toujours structurellement tendu de partage de l'épargne mondiale qui rend cette orientation sensible aux éventuelles inflexions positives de l'activité, elle traduit l'effort de modération ou de limitation de leurs besoins de financement par les agents privés et publics. Elle peut aussi témoigner de la réorganisation des patrimoines financiers en direction de titres longs susceptibles de plus-values en capital, dès lors que les anticipations sur les taux à court terme sont orientées à la baisse. Mais l'incitation exercée en faveur d'un rythme plus élevé d'investissement (immobilier et productif) reste médiocre. Elle est proportionnée à la lente résorption des déséquilibres patrimoniaux et des contraintes qui en résultent pour la demande finale effective et anticipée. La qualité des bilans des agents financiers et non financiers, apparemment au mieux lors du sommet de l'expansion des années quatre-vingt, est apparue surestimée par la valorisation alors accordée aux fonds propres et aux actifs financiers. Avec le retournement du début de la décennie, c'est de nouveau à des perspectives assombries de demande et d'activité nominales qu'ont été confrontées les dettes accumulées. L'apurement des situations financières prend du temps : les enchaînements de nature déflationniste reposent sur l'interaction difficilement maîtrisable entre les efforts volontaires de désendettement et l'alourdissement relatif mal anticipé de la dette en raison de la faiblesse de l'activité et de l'inflation. Ils éloignent le terme du processus. Celui-ci est différemment avancé selon les pays, ce qui contribue à expliquer les désynchronisations présentes. La capacité à gérer « en douceur » ce processus dépend aussi largement de l'insertion internationale du pays considéré : à cet égard, on pourrait dire que les Etats-Unis disposent du dollar et le Japon de ses excédents. Les Etats-Unis ont pu compter sur les budgets publics pour absorber la crise de leur système de Caisses d'épargne, sans sanction internationale immédiate des déficits fédéraux. Les banques japonaises disposèrent des ressources adéquates pour restructurer leurs bilans et réduire leurs engagements ; elles sont en voie de retrouver des ratios satisfaisants, même si la passe difficile qu'elles ont connue influencera sans doute durablement leur comportement dans le sens d'une plus grande sélectivité. En Europe, les conditions externes sont globalement moins favorables à la résorption des déséquilibres financiers.

Dans un processus de ce type, les opérations et transactions financières reflètent ces réorganisations des patrimoines et des bilans. En conséquence, les indicateurs qui permettent leur suivi deviennent plus difficiles à interpréter, car leur lien habituel avec l'activité réelle peut

s'en trouver altéré. Ainsi, en Europe, dans un contexte qui n'est plus celui de la crainte d'un retournement récessif mais de l'anxiété devant ses risques de poursuite, l'attention portée à la bonne tenue des indicateurs boursiers peut s'avérer décevante. Les hausses boursières découlent d'une demande de titres nourrie par la réorganisation des patrimoines (a fortiori si les incitations au dégonflement des placements liquides et les mesures de privatisation en accroissent l'opportunité) et reflètent éventuellement des anticipations de reprise. Il n'est pas sûr cependant que les hypothèses implicites qui fondent ces dernières coïncident avec les évolutions effectives. Ce peut notamment être le cas, en Europe, des politiques monétaires et de change, fréquemment moins souples qu'il n'est anticipé. Auquel cas, la volatilité des cours boursiers peut décevoir les espérances et la réorganisation des patrimoines financiers poursuivre son chemin plus ou moins chaotique jusqu'à ce que les agents la jugent enfin satisfaisante et retrouvent alors une propension plus affirmée à la dépense. Mais si les cours boursiers étaient un indicateur avancé parfait de l'activité, les conjoncturistes ne serviraient plus à grand-chose...

Fondamentalement, dans une phase conjoncturelle de ce type, où la contraction cyclique habituelle devient récession et où celle-ci vire à la dépression déflationniste, la tendance probable de l'activité économique devient très difficilement discernable par l'ensemble des acteurs économiques et sociaux. Elle est vulnérable aux chocs et pseudo-chocs de tous ordres et les anticipations connaissent des mouvements successifs de surajustement et de correction. Depuis septembre 1992, les convulsions à répétition du SME ont ajouté une composante monétaire à ce climat d'incertitude rémanente qui dominait depuis l'unification allemande et les prémices de la Guerre du Golfe. Offre, demande et gestion des facteurs de production ont du mal à s'accorder et ces déséquilibres de court terme ne facilitent pas le retour à un cheminement stable de l'activité. Les irrégularités de l'évolution conjoncturelle européenne, depuis un an, illustrent cette difficulté.

Etats-Unis : l'expansion sans passion

L'évolution de l'économie américaine reste incertaine. Rappelons tout d'abord que les comptes nationaux ont été substantiellement modifiés depuis 1990. D'après ces modifications, la récession de 1990-1991 a été moins forte et la reprise en 1992 plus vigoureuse. Le rythme de croissance a été de 4,5 % l'an au deuxième semestre 1992 puis s'est nettement ralenti à 1 % l'an au premier semestre 1993. La croissance modérée se poursuit avec alternance de phases d'accélération et de ralentissement. C'est ainsi qu'à un deuxième semestre 1992 vigoureux, a succédé une première moitié 1993 plus terne. Les indicateurs avancés montrent que la croissance sera toujours lente dans les mois à venir.

La capacité de l'économie américaine à se maintenir durablement sur un sentier d'expansion équilibrée est conditionnée par la configuration spécifique du cycle en cours. C'est, parmi les composantes de la demande interne, prioritairement l'investissement (et surtout l'investissement en matériel d'équipement) qui entraîne l'expansion américaine, ce

qui traduit sans doute un effort de modernisation encouragé par la compétitivité externe et par les nouvelles orientations de politique industrielle. La consommation des ménages, souffrant d'une situation d'emploi encore dégradée, n'a pas autant contribué que par le passé à l'expansion. Cette dissymétrie contribue à expliquer les hésitations et les à-coups de celle-ci depuis deux ans : l'emploi et la confiance des ménages ne sont pas pleinement au rendez-vous. En 1994, la consolidation d'une expansion équilibrée dépendra de la capacité des efforts d'investissement en cours à engendrer des effets multiplicateurs plus tangibles, via emplois et revenus. La prudence sur ce plan conduit à attendre une expansion modérée pour 1994. Le taux de croissance du Pib serait de 2,6 % cette année et de 2,1 % en 1994.

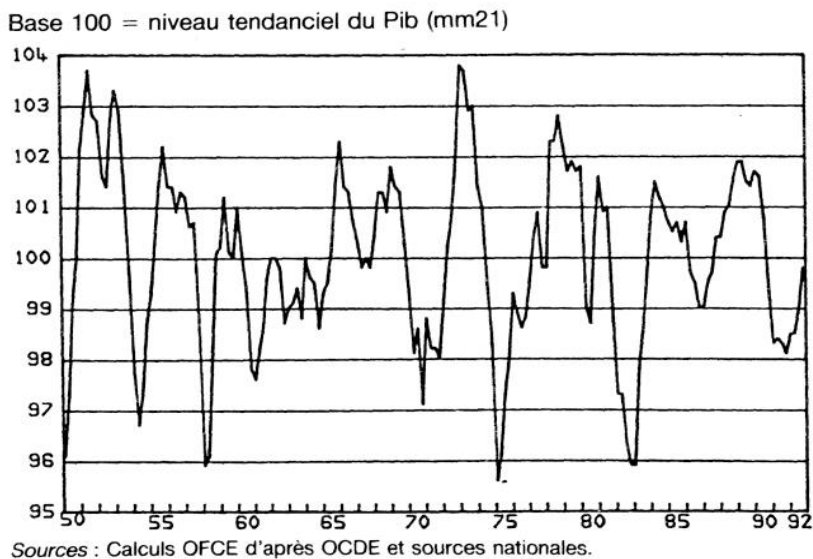
La sortie de récession datant maintenant d'environ deux ans, il est à présent possible de déceler ce qui a caractérisé la reprise puis l'entrée en phase d'expansion (graphiques 1 à 4). La croissance actuelle est davantage tirée par l'investissement des entreprises que par les autres éléments de la demande. Elle est sensible, en cette période qui reste entachée d'incertitude, aux variations de stocks, lesquelles restent une variable cyclique influente.

Le cycle du Pib, apprécié en écart à sa tendance, semble avoir atteint son creux au 4^e trimestre 1991. Le Pib s'est accru fortement dans la deuxième moitié de 1992, se rapprochant de son niveau potentiel au 4^e trimestre. La reprise a ainsi amené l'économie des Etats-Unis à proximité mais en deçà du *niveau* et de la *croissance* de son Pib potentiel (c'est-à-dire représentant un degré d'utilisation de l'ensemble des facteurs de production compatible avec la stabilité de l'inflation interne). Étant donné que la poursuite de l'expansion se fait de façon ralentie, le cycle actuel évoque celui du début des années soixante, durant lequel le Pib a atteint son niveau tendanciel dès la première année de son déroulement pour osciller ensuite autour de ce niveau pendant trois années.

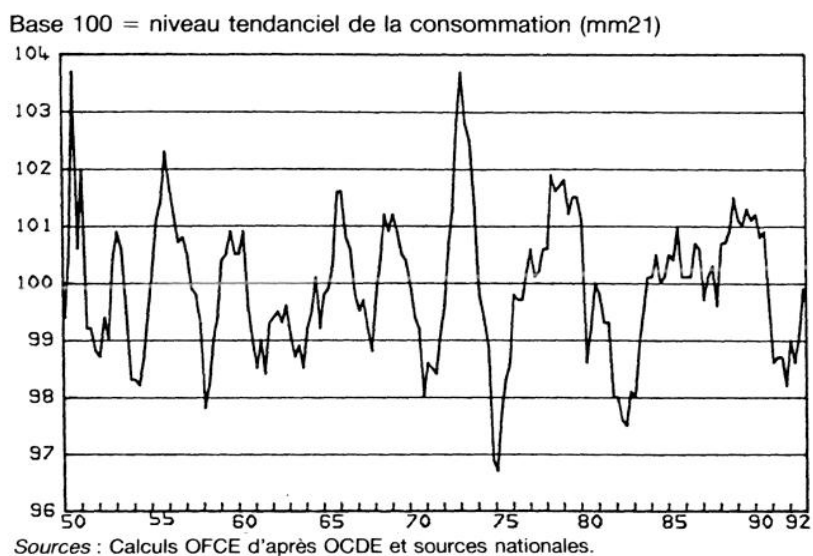
La consommation des ménages a contribué à la reprise du Pib mais avec une intensité modérée. C'est la consommation de biens durables, la plus cyclique, qui s'est retournée la première, deux trimestres avant le Pib. Par contre, la consommation de services, peu cyclique, n'a subi dans cette période que de petites oscillations. Généralement en retard de 1 à 3 trimestres, l'investissement des entreprises (apprécié en écart à son trend) est reparti cette fois en même temps que le Pib. Sa croissance a été particulièrement forte en 1992 et au premier semestre 1993. Il a constitué le moteur principal de la croissance. Les variations de stocks, toujours fortement cycliques, ont amorcé la reprise quatre trimestres à l'avance. Leur évolution irrégulière témoigne cependant des incertitudes qui subsistent et des à-coups de l'expansion. Les exportations et les importations ont été précurseurs, reprenant trois trimestres avant le Pib. Ceci est habituel pour les importations qui sont généralement tirées par la demande intérieure. Par contre, les exportations ont l'habitude de se retourner avec retard, ce qui n'a pas été le cas cette fois-ci : les Etats-Unis ont bénéficié du dollar sous-évalué.

La progression rapide de l'investissement des entreprises par rapport à la demande des ménages est associée à une dissymétrie entre le marché du capital et celui du travail. Alors que les taux d'utilisation des

1. Composante cyclique du Pib aux Etats-Unis



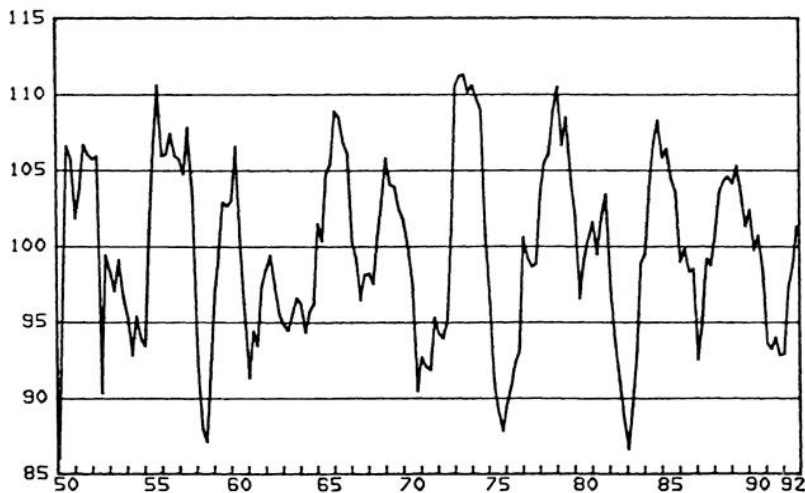
2. Composante cyclique de la consommation totale aux Etats-Unis



capacités manufacturières se sont accrues fortement en 1992 et au début de 1993, par contre le marché du travail ne s'est que faiblement amélioré. D'un pic de 7,6 % à l'été 1992, le taux de chômage s'est retrouvé à 6,8 % en juillet dernier, ce qui constitue une baisse moins vive qu'on ne le constate habituellement à cette phase du cycle. Les emplois salariés du secteur privé non agricole, en stagnation en 1992, n'ont que faiblement progressé dans la première moitié de 1993. La durée du travail, elle, avait diminué plus faiblement durant la récession que lors des cycles précédents. Elle augmente légèrement en ce début d'année. Il en résulte que la quantité de travail du secteur privé non agricole demeure au-dessous du niveau atteint en 1990. Dans le secteur manufacturier, la durée du travail continue à augmenter contre toute attente pour atteindre 41,4 heures au deuxième trimestre 1993. La quantité de travail oscille autour d'un palier nettement moins élevé que celui atteint avant la récession. On ne voit pas là une amorce nette d'expansion dans le secteur manufacturier.

Les revenus des ménages ont continué à évoluer de façon modérée, tandis que les profits se sont significativement améliorés (notamment en

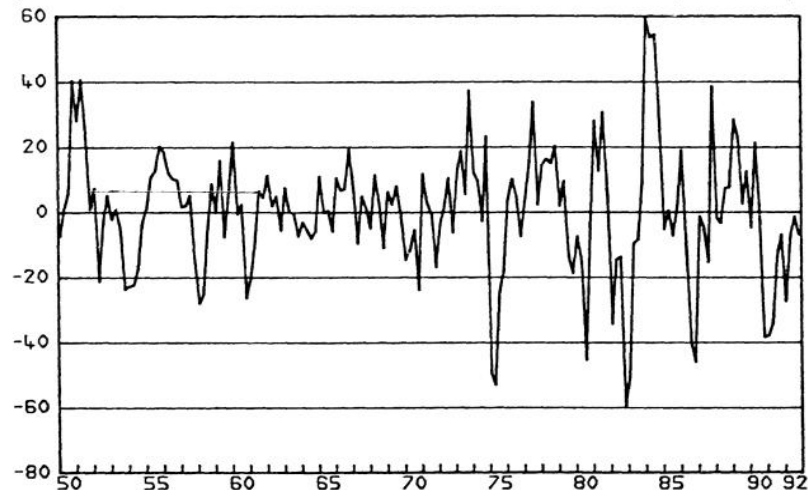
Base 100 = niveau tendanciel de la FBCF (mm21)



3. Composante cyclique de la FBCF en équipement aux Etats-Unis

Sources : Calculs OFCE d'après OCDE et sources nationales.

(écart au niveau tendanciel des variations de stocks obtenu par mm21)



4. Composante cyclique des variations de stocks aux Etats-Unis

Sources : Calculs OFCE d'après OCDE et sources nationales.

raison de la forte progression de la productivité durant les deux années précédentes). Si la productivité du secteur privé non agricole a baissé au 1^{er} semestre 1993 (-1,5 % en rythme annuel), celle du secteur manufacturier a connu une sensible amélioration. Les entreprises ont largement poursuivi leur effort de désendettement. Le taux d'endettement (endettement des entreprises/Pib) est passé de plus de 65 % fin 1989 à moins de 60 % actuellement.

Dans cette progression lente de la croissance, la situation reste plutôt désinflationniste si l'on admet que le chômage est encore trop élevé pour susciter des hausses de salaire accrues. Il y a ainsi des marges pour une progression sensible et sans tension de l'économie américaine durant les prochains trimestres. Cette situation se reflète dans la gestion monétaire de court terme qui devrait maintenir les taux courts à leur plancher de 3 % jusqu'au printemps 1994, en concordance avec l'inflation attendue : celle-ci resterait sur un rythme analogue de 3 % l'an qui ne paraît pas devoir s'accélérer en 1994.

Les taux d'intérêt à long terme ont, eux, connu une baisse sensible, le taux des obligations à 30 ans passant même par moment en-dessous

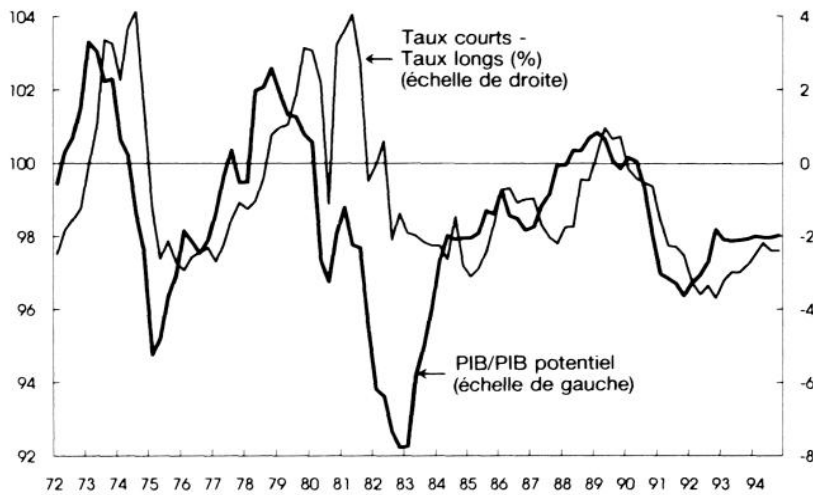
1. Cycle conjoncturel et écart de taux d'intérêt aux Etats-Unis

L'écart taux courts-taux longs peut être un indicateur de retournement du cycle. Quand cet écart devient positif (les taux courts excédant les taux longs), cela annonce une récession deux ou trois trimestres plus tard provoquée par le durcissement de la politique monétaire. L'inverse indique, mais moins nettement, une reprise. Ainsi l'écart est devenu positif, donc signe précurseur d'une récession, au premier trimestre 1973, au troisième trimestre 1979 et au quatrième trimestre 1980 (graphique 5). Cela a été également le cas au 1er trimestre 1989 : les taux longs sont passés en-dessous des taux courts, et on a observé la récession en 1990.

Les taux longs étaient cependant repassés au dessus des taux courts dès le 1^{er} trimestre 1990 : le cycle aurait dû alors s'inverser vers le haut courant 1990, ce qui n'a pas été le cas. En fait, pour des causes « exogènes », les taux longs ont été plus élevés qu'ils n'auraient dû l'être. L'inversion aurait dû normalement se terminer fin 1990, ce qui aurait été compatible avec le retournement du cycle vers le haut courant 1991. Pourquoi les taux longs ont-ils été si élevés en 1990 ? Une première cause pourrait être le creusement du déficit budgétaire en vue de combler les pertes des caisses d'épargne. Une offre de capitaux (bons du Trésor et obligations) a été déviée en vue de combler ce supplément. Ceci a pu être une cause interne d'une croissance supplémentaire des taux longs de 0,5 à 1 point. Une autre raison pourrait être évoquée, externe celle-là, c'est la remontée des taux longs japonais en 1990 pour des causes de surchauffe. On peut penser cependant que la cause exogène interne (restructuration des caisses d'épargne) a pu être la plus importante.

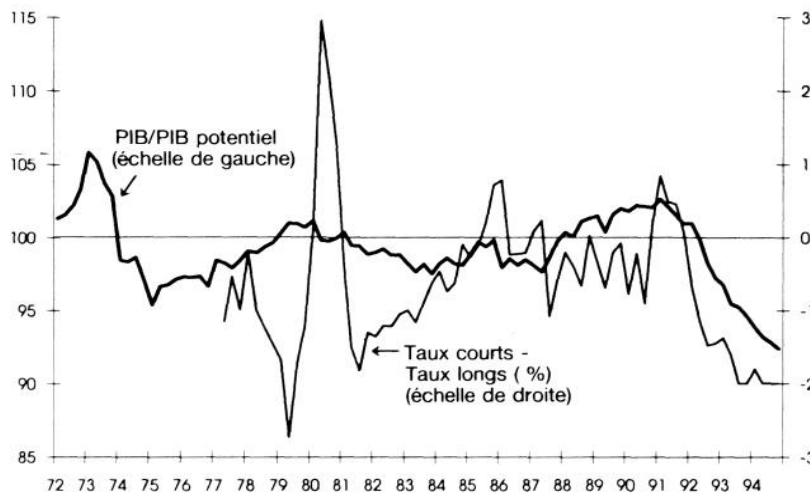
Les taux longs actuellement faibles peuvent être le signe d'une croissance ralentie. Cependant ils pourraient être sous-estimés en raison du fort afflux de placements sur le marché financier, significatif d'anticipations d'une croissance plus rapide.

de 6 %. Ils semblent avoir réagi favorablement à l'adoption du plan Clinton par le Congrès. Une grande partie des liquidités s'est portée sur les fonds mutuels en obligations dont le niveau actuel dépasse 2,5 fois celui du krach de 1987. Une telle accumulation fait craindre, comme il y a sept ans, que des perturbations financières accompagnent la croissance dès lors que celle-ci se révélerait trop soutenue. Cependant la politique budgétaire est telle que les taux à long terme auront tendance à rester détendus même si certaines hausses peuvent intervenir au moment où la Réserve fédérale relèvera préventivement les taux courts (ce qui sera probablement le cas dans la deuxième moitié de 1994). La baisse des taux longs a eu des effets positifs certains : elle a permis le refinancement de la dette des entreprises et des ménages. De même elle a contribué à la hausse des cours des actions. Les indices boursiers sont à des niveaux records depuis plus d'un an.



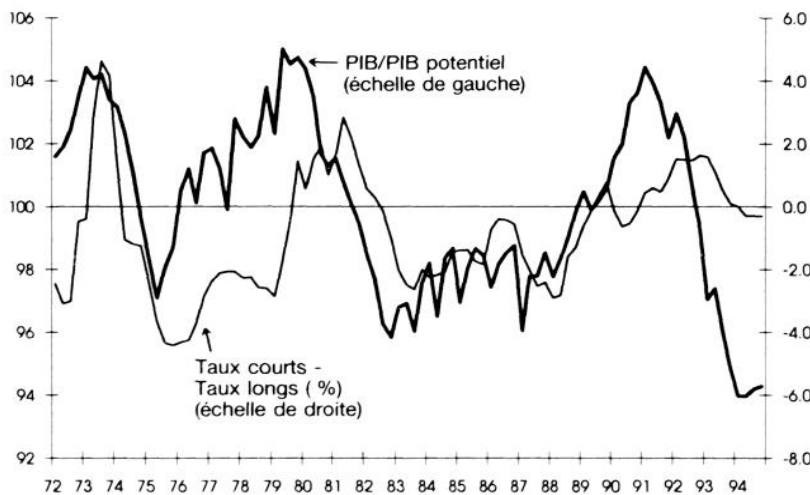
Sources : Calculs OFCE d'après OCDE et sources nationales.

5. Cycle de référence et différentiel entre taux courts et taux longs aux Etats-Unis



Sources : Calculs OFCE d'après OCDE et sources nationales.

6. Cycle de référence et différentiel entre taux courts et taux longs au Japon



Sources : Calculs OFCE d'après OCDE et sources nationales.

7. Cycle de référence et différentiel entre taux courts et taux longs en Allemagne de l'Ouest

La faiblesse de la croissance prévue en 1994 (2,1 %) vient en premier lieu de la demande des ménages. En effet, la consommation devrait nettement ralentir en 1994. Ceci serait dû à la décélération des revenus (qui est d'ailleurs déjà observée dans la première moitié de 1993). Outre que l'emploi croît faiblement, la durée du travail devrait cesser d'augmenter. Par ailleurs, le pouvoir d'achat du salaire horaire du secteur privé non agricole a baissé en 1992-1993 et pourrait en faire autant en 1994. De plus, et ceci pèse particulièrement sur le revenu disponible, les impôts ont fortement augmenté début 1993, reflétant l'amélioration de l'activité en 1992. En 1994, il faut également s'attendre à une forte ponction fiscale due aux restrictions budgétaires prévues par le programme du président Clinton.

D'après cette hypothèse de revenus, la croissance de la consommation ne devrait pas dépasser 2,2 % en 1994, ceci en supposant que le taux d'épargne reste stable au bas niveau du deuxième trimestre 1993 (4,3 %). Malgré des hypothèses de légers gains de parts de marché (0,3 % en 1993 et en 1994), les exportations devraient toujours être moins fortes que les importations, creusant ainsi le déficit commercial et celui de la balance courante qui devrait atteindre 95 milliards de dollars en 1994. Enfin l'accroissement des investissements, bien que toujours élevé, serait moins rapide qu'en 1992 et en 1993. Dans ces conditions, la croissance du Pib décélérerait de 2,6 % en 1993 à 2,1 % en 1994.

Japon : aller jusqu'au bout des ajustements

Au Japon, la capacité de l'économie à retrouver le chemin de la croissance, dans un contexte d'ajustement interne inhabituellement prononcé, paraît très dépendante des paramètres de son insertion internationale. La nouvelle accumulation d'excédents courants concourt au redressement des situations financières et patrimoniales et un niveau élevé du yen accentue dans un premier temps ce processus. Mais ce niveau pèse par contre défavorablement sur le volume et la rentabilité des exportations. La détermination d'un « niveau d'équilibre » qui soit un compromis stable entre les intérêts des différents partenaires étrangers et nationaux intéressés est délicate et vulnérable aux mouvements de marché qui ont paru considérer le yen comme le support préférentiel de la liquidité dans la dernière période. Si, à l'égard du yen, le dollar se stabilisait, jusqu'à la fin 1994, à un niveau un peu supérieur à 100 yens, sa montée probable, quoique irrégulière, par rapport aux monnaies européennes (jusqu'à atteindre 1,75 DM fin 1994), n'en signifierait pas moins que depuis la mi-1992 le mark serait passé d'un niveau de référence de 80 yens (qui était en gros le niveau moyen de la période 1987-1991) à environ 60 yens fin 1994. La modification est substantielle.

Dans une situation étale de faible inflation et de détente monétaire, la capacité des plans japonais successifs de relance à engendrer enfin des effets multiplicateurs demeure jusque-là très faible. Alors que la politique monétaire a franchi à la mi-septembre un nouveau seuil de détente en ramenant le taux d'escompte au niveau sans précédent

historique de 1,75 %, le cumul de deux collectifs (août 1992 et avril 1993), parvient juste à compenser la baisse de la demande privée (graphique 6). Or le poids cumulé des dépenses directes d'investissement public engagé dans ces deux plans au cours de l'année 1993 représente plus de 2 % du Pnb. Cet ordre de grandeur permet d'appréhender l'ampleur de la récession sous-jacente de l'économie nipponne et les risques inhérents à une disparition de l'impulsion budgétaire. La paralysie du pouvoir de décision de la nouvelle coalition gouvernementale constituerait dans ce contexte un risque majeur pesant sur l'activité future. Il serait cependant prématuré de tirer des conclusions hâtives du caractère apparemment timoré du nouveau collectif annoncé fin septembre. Son enveloppe de 6 000 milliards de yen (1,5 % du Pnb) n'est formée que pour un quart de dépenses directes d'infrastructures (l'effet direct des autres dépenses est plus aléatoire à court terme puisqu'elles ont le caractère d'incitation, principalement dans le secteur du logement). Cependant si ce plan n'a pas le poids des précédents, il a pour vocation de surajouter ses effets à ces derniers, et non d'en prendre le relais. Ce n'est donc qu'au premier trimestre, quand l'engagement des différents collectifs arrivera à son terme, que l'on pourra juger du maintien ou non de l'impulsion publique. L'impact multiplicateur de ces dépenses dépendra du retour des entreprises industrielles et financières à une situation patrimoniale jugée convenable. Ce retour qui prendra encore plusieurs trimestres ne doit pas être contrarié par un excès de valorisation du yen. Une stabilisation de ce dernier paraît maintenant souhaitable, car beaucoup d'entreprises, en partie parées contre cette hausse, semblent aujourd'hui s'approcher des limites supportables. Les faillites reprennent un mouvement ascendant alors qu'une amélioration se dessinait au cours des derniers mois. Sous cette condition, l'emploi et la consommation, fortement et encore affectés par la contraction en cours, ne retrouveront progressivement une évolution plus favorable qu'à partir de la mi-1994. C'est un processus lent, si bien que la croissance japonaise restera faible en 1994. La plus grande prudence et sélectivité dans l'octroi des financements bancaires sera probablement un facteur nouveau de limitation de la croissance japonaise, d'autant que l'ampleur et la durée de la récession contrarient les efforts d'amélioration de la qualité des bilans.

Les actes du drame européen

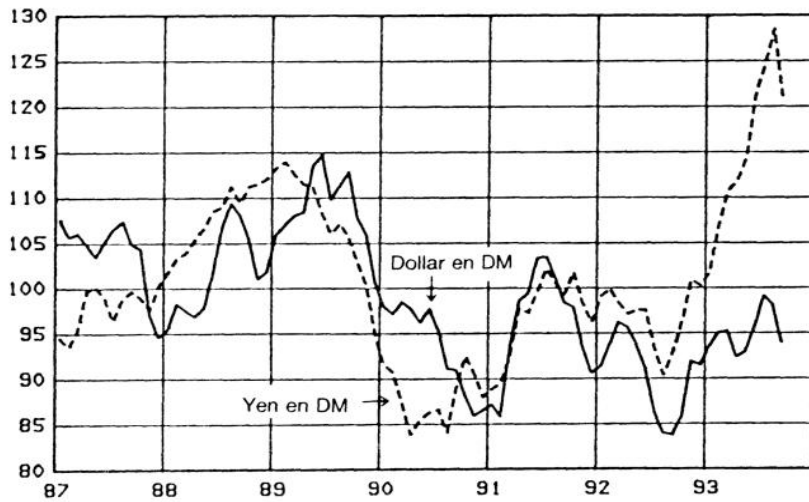
Au printemps 1992, les difficultés de l'unification allemande se confirmèrent. La dégradation de l'ancrage nominal européen sur un mark fort et stable fut perçue plus nettement. La Bundesbank réagit alors en privilégiant la réponse au risque inflationniste suscité par les tensions salariales et par le difficile partage interne de la charge financière de l'unification : les taux allemands à court terme ne baissèrent pas mais s'élevèrent encore un peu à partir d'un niveau déjà élevé pour se rapprocher des 10 %. La contrainte générale de taux qui en résulta pour les autres pays européens fragilisa les éléments de stabilisation ou de réactivation de l'économie européenne qui se faisaient jour après le tassement conjoncturel intervenu depuis la mi-1990. La situation des agents économiques restait grevée par des bilans encore trop sensibles

au niveau des taux. La réaction des marchés au referendum danois accentua des tensions déjà fortes.

Durant l'été 1992, l'accélération de la crise boursière et financière japonaise précipita la modification générale des conditions de fonctionnement du système financier international. Depuis le début 1991, le désengagement des banques japonaises, soucieuses de recentrer leur activité, s'était surajouté au retrait des exportateurs de capitaux allemands. Cette défaillance des créanciers et les informations déstabilisantes du printemps et de l'été 1992 contribuèrent à intensifier les arbitrages des opérateurs internationaux, à la recherche des meilleurs supports monétaires de la liquidité, dans un contexte où, face aux incertitudes généralisées, la préférence pour celle-ci s'affirmait. Les injections de liquidités d'origine américaine, durant la même période, avaient alimenté la liquidité internationale et évité ainsi la contamination des bourses européennes par le syndrome nippon. Mais la FED laissant glisser le dollar sans plancher prédéfini, le lever de rideau était prêt néanmoins pour l'ouverture d'un « drame » monétaire européen, que les doutes sur le bien-fondé du Traité de Maastricht faisaient pressentir. Les désordres mondiaux avaient servi de caisse de résonance pour les difficultés proprement européennes.

En Septembre 1992, à la veille du referendum français sur le traité de Maastricht, le premier round de la crise du SME se conclut provisoirement par la sortie de la livre et de la lire du mécanisme de change et par une première dévaluation de la peseta (graphiques 8 à 10). La faible victoire du oui au referendum français attise les tensions plutôt qu'elle ne les détend et il faut une réaffirmation politique explicite du couplage économique et monétaire franco-allemand pour calmer provisoirement le jeu. Le schéma qui semble alors se dessiner est celui d'une construction monétaire européenne à deux vitesses, dont le Royaume-Uni s'est exclu. Les pays d'Europe du Sud (l'Espagne notamment) avaient bénéficié, jusqu'à l'unification allemande, d'entrées spontanées de capitaux qui validaient la crédibilité nouvellement acquise de leur politique économique et de leur monnaie. Ils ont pu développer des politiques, budgétaires en particulier, surestimant leurs capacités d'expansion, compte tenu d'une dégradation de leur compétitivité devenant insupportable. La crise de septembre constitue pour eux un « retour au réel », qui révèle la surestimation de leurs crédibilités et les éloigne d'un noyau dur européen qui paraît alors encore sauvegardé.

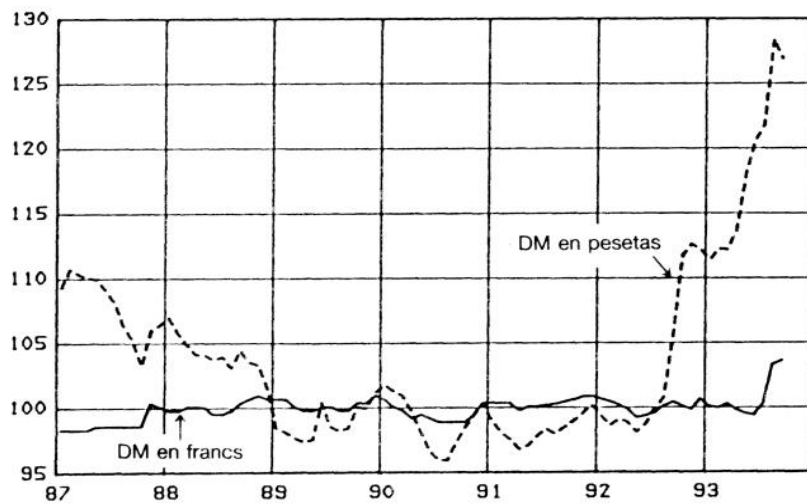
Au cours du dernier trimestre 1992, les pressions spéculatives renaissent vigoureusement. Une nouvelle dévaluation de la peseta et de l'escudo intervient tandis que le franc français, la couronne danoise et la livre irlandaise subissent de nouvelles attaques, relançant les tensions sur les taux d'intérêt courts. Surtout la déstabilisation déborde désormais du champ monétaire. L'incertitude monétaire et la contrainte de taux d'intérêt affectent la perception des perspectives et des situations financières par les agents économiques. Une rechute violente de la demande se manifeste dans les pays du noyau dur mais aussi en Espagne. Elle enregistre l'impact direct d'une récession allemande désormais accélérée, qui témoigne de la sévérité de l'ajustement interne engagé et de la dégradation de la compétitivité allemande. Elle reflète



8. Taux de change

La base 100 correspond à la moyenne des quatre années 1988 à 1991

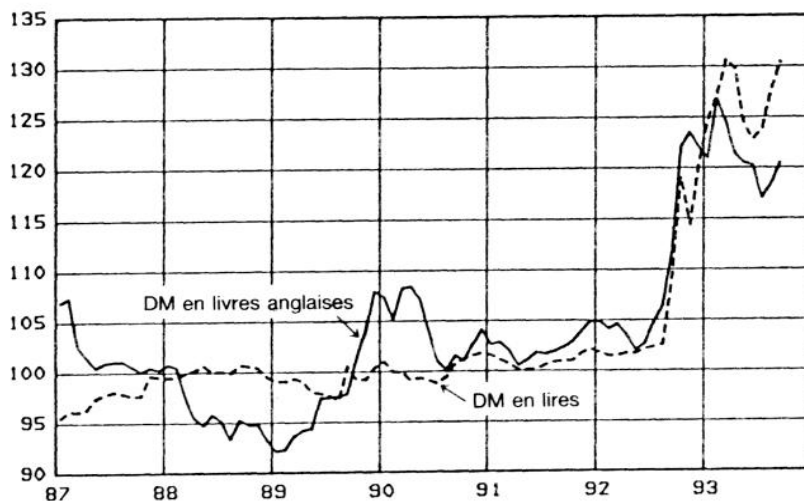
Source : Marché officiel des changes à Paris.



9. Taux de change

La base 100 correspond à la moyenne des quatre années 1988 à 1991

Source : Marché officiel des changes à Paris.



10. Taux de change

La base 100 correspond à la moyenne des quatre années 1988 à 1991

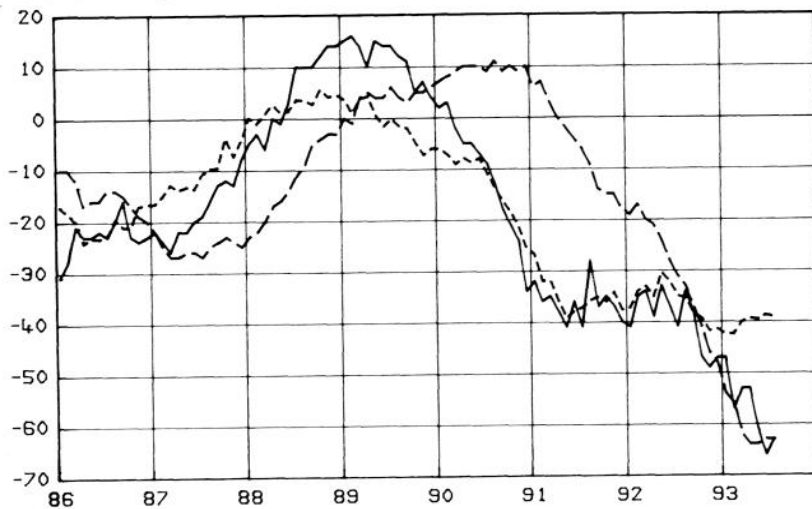
Source : Marché officiel des changes à Paris.

aussi l'incapacité des partenaires européens à s'émanciper de cette contrainte. En particulier, depuis l'automne 1992, il est frappant de voir la proximité et le parallélisme entre les courbes représentant respectivement les opinions des industriels allemands et français sur le niveau de leurs carnets de commande et de stocks (notamment dans les secteurs de biens de consommation), ainsi que la confiance des consommateurs des deux pays : tous ces indicateurs plongent (graphiques 11 à 13). Après le boom spécifique de l'Allemagne consécutif à l'unification, les deux économies française et allemande se remettent de nouveau étroitement en phase et le couple franco-allemand tire l'Europe vers le bas. Paradoxalement, au premier degré, la crise monétaire ouverte en septembre 1992 ne débouche pas ainsi sur une « prise d'autonomie » de la politique et de la conjoncture française, mais plutôt sur son contraire : la France va en effet s'accrocher plus que jamais à l'ancrage sur le mark. C'est sans doute aussi pour cette raison, entre autres, que la crise monétaire va devenir répétitive : les anticipations des opérateurs sur les marchés, progressivement, se refusent à admettre ce scénario qui exclut une baisse plus franche des taux d'intérêt courts et dénie la crédibilité d'un change fort soutenu par des taux d'intérêt incompatibles avec la reprise de l'activité et la résorption du chômage.

Du début jusqu'au printemps de l'année 1993, les tensions se reportent d'une monnaie sur l'autre et témoignent de la fragilisation des crédibilités nationales, devenues très sensibles à l'approche d'échéances politiques (élections françaises et espagnoles, nouveau referendum danois, crise politique italienne...). En cours de route, la livre irlandaise, la peseta et l'escudo subissent de nouvelles dévaluations. La persistance d'une inversion de la structure des taux dans les pays du noyau dur potentiel, malgré le déclin engagé des taux courts allemands, fournit la trame de ces tensions à répétition. Elle recouvre une ambiguïté fondamentale sur le taux de change de référence du mark : avec l'unification, l'Allemagne est un pays qui s'est en moyenne appauvri, si l'on raisonne en richesse instantanée par habitant. Le taux de change d'équilibre « rationnel » du mark devrait être en conséquence révisé à la baisse, du moins tant que l'unification n'a pas développé une éventuelle dynamique d'enrichissement au travers du renforcement de la puissance industrielle allemande. La Bundesbank, évidemment, ne l'entend pas de cette oreille car, pour elle, la force du mark est garante de la crédibilité financière allemande et du maintien des performances antérieures d'inflation. Sa politique de taux s'est donc opposée à toute menace sur le cours et le rôle du mark. Depuis l'automne 1992, son engagement dans la poursuite de la décrue des taux courts est effectif mais prudent et elle temporise chaque fois que le mark paraît faiblir et qu'une autre monnaie du noyau dur paraît une alternative jouable.

A la veille de l'été 1993, c'est bien un tel retournement qui a paru momentanément envisageable. En France, le nouveau gouvernement, octroyant son autonomie à la Banque de France, en escompte dans l'immédiat un gain de crédibilité auprès des marchés financiers internationaux et une confirmation de la baisse engagée des taux d'intérêt à court terme. Cette baisse volontariste et administrée des taux d'intérêt a paru jouable, d'autant que les autres pays du noyau dur, Belgique et Pays-bas, connaissaient des évolutions analogues. En juin, les écarts de

Solde des réponses en %



Source : Communauté européenne.

11. Opinion sur les carnets de commande (industrie)

— France
 - - - Allemagne
 . . . 4 partenaires européens (Belgique, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni)

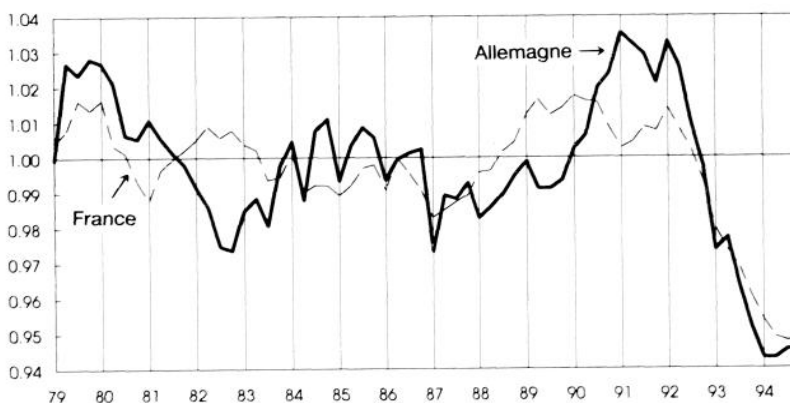
Solde des réponses en %



Source : Communauté européenne.

12. Indice de confiance des consommateurs

— France
 - - - Allemagne
 . . . 4 partenaires européens (Belgique, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni)



Sources : Bundesbank, OCDE, prévisions OFCE.

13. Cycles des PNB allemand et français (écart au trend)

taux courts de la France et du Benelux par rapport à l'Allemagne deviennent légèrement négatifs. Des facteurs contingents, sans doute trop aisément extrapolés, contribuent à cette évolution remarquée :

redressement du dollar, pour partie saisonnier à cette époque de l'année, qui rend le mark moins intéressant ; l'entrée de la baisse des taux allemands dans sa phase de vitesse maximale, ce qui autorise la France et d'autres à prendre un « acompte » sur les baisses supposées encore à venir. Simultanément, le nouveau gouvernement français, confronté à une perception plus aiguë de la gravité de la récession, accentue la dimension « relance » de son collectif budgétaire, au travers d'une assistance généralisée à la trésorerie des entreprises et d'un effort spécifique dans le bâtiment. L'idée d'une disparition de l'asymétrie des risques de change au sein du noyau dur se fait jour.

En juillet 1993, il aura fallu peu de choses, une mini-pause dans un repli des taux allemands somme toute assez régulier et traditionnel (cf. plus loin) pour que cette « bulle de crédibilité » disparaisse. La tempête monétaire débouche sur l'accord du 2 août qui, conservant formellement le SME, élargit ses bandes de fluctuation à plus ou moins 15 % autour des taux pivots inchangés. Cette fois-ci, c'est le noyau dur du SME lui-même qui est mis en cause et dont la crédibilité est atteinte. Pour autant, la pratique qui suit ce dénouement montre que le choix n'est pas vraiment tranché entre les deux options de base qui sont possibles : laisser jouer les forces de marché, au moins durant le temps nécessaire pour que les monnaies européennes trouvent un ajustement réciproque plus rationnel, avec l'argument que les pays de la Communauté retrouveraient ainsi des degrés de liberté dans la gestion de leurs taux d'intérêt nominaux ; rester fixé, au contraire, sur la ligne du noyau dur monétaire européen, préfiguration problématique et à petite échelle d'une future Union monétaire toujours projetée, avec l'idée, pour les français, de faire de ce noyau un ancrage doté d'une gestion plus collective et concertée que ne le serait une simple zone mark, avec l'exigence préalable, pour les allemands, d'une convergence encore renforcée des politiques économiques. Le gouvernement français, préoccupé de la gestion d'une dette publique détenue pour le tiers par des non-résidents, tente une voie médiane, qui entend concilier le maintien du franc à un niveau jugé convenable et la poursuite d'une baisse régulière des taux d'intérêt. Celle-ci est donc de nouveau dépendante de la gestion monétaire allemande et moins rapide que ce qu'espéraient des opérateurs de marché désormais sensibles à l'allure dépressive de l'activité économique et aux menaces que fait peser l'extension du chômage sur la stabilité de la politique économique. En conséquence le Franc, comme d'autres monnaies, reste faible sur les marchés de change, et la Banque de France, confrontée aux anticipations encore baissières des opérateurs, reconstitue lentement ses réserves.

A la rentrée de septembre 1993, la déception par rapport à l'embellie brièvement entrevue au printemps n'est pas seulement monétaire. Elle paraît contaminer le marché boursier français qui connaît à la mi-septembre une inflexion sensible à la baisse après les records de l'été, fondés sur des anticipations trop confiantes. Elle atteint aussi les consommateurs et les entreprises. Les premiers, en France et en Allemagne, avaient fait preuve d'un petit regain momentané de confiance au printemps tandis que les seconds ont pu entreprendre, après l'ajustement négatif de fin 1992, une reprise technique finalement exagérée.

Allemagne : 1994, année zéro

Un ajustement inachevé

Le Pnb ouest-allemand est passé en dessous de son niveau potentiel au cours du troisième trimestre 1992, faisant ainsi rentrer l'Allemagne de l'Ouest dans une phase de réduction des tensions inflationnistes (graphique 7). La tendance récessive s'est maintenue au cours du premier semestre 1993, même si le profil d'évolution du Pnb montre une légère progression de l'activité entre le premier et le second trimestre. Il s'agit ici plus d'une compensation de la forte baisse observée au cours du premier trimestre, imputable au contrecoup de la hausse du taux normal de TVA et à un hiver plus rude que les années précédentes. Plusieurs éléments incitaient à penser que le plus gros de la baisse était alors passé et que le niveau d'activité tendait à se stabiliser : la production industrielle stagnait en niveau depuis le début de l'année et les entrées de commandes intérieures s'étaient réorientées légèrement à la hausse depuis le milieu du second trimestre. L'évolution des prochains mois sera néanmoins dominée par des tendances de fond qui restent défavorables. Début 1994, les ménages vont payer en termes de contraction supplémentaire de leur revenu réel la nouvelle discipline que s'impose l'économie allemande. Seule une reprise des exportations de l'Allemagne de l'Ouest devrait permettre à celle-ci de connaître l'amorce d'un mouvement de reprise au cours du second semestre 1994, l'investissement n'étant stimulé que par les débouchés externes. Dans ces conditions, la détente monétaire tant attendue de la Bundesbank aura du mal à exercer un effet stimulant sur la demande intérieure.

L'ajustement en cours corrige en fait non seulement les tensions habituelles des phases de blocage du cycle, mais aussi la surchauffe qui a suivi la réunification. Le boom de la réunification avait en effet ajourné les conflits sur le partage de la valeur ajoutée, les entreprises voyant croître leurs débouchés et leurs bénéfices, les ménages obtenant des hausses salariales importantes. Comme la croissance de la productivité était revenue dès 1990 à son niveau tendanciel, les coûts unitaires de l'ensemble de l'économie se sont fortement accélérés en 1990, puis courant 1991, quand la productivité a commencé à stagner. La compétitivité extérieure des entreprises allemandes s'en est ressentie, d'autant que le deutsche mark s'est ensuite fortement apprécié à partir de septembre 1992. Une fois passé le boom de la réunification, à partir du milieu de l'année 1991, l'économie ouest-allemande a commencé à en subir les conséquences : les taux d'intérêt élevés ont déprimé la conjoncture de ses partenaires commerciaux, les ménages ont commencé à subir le poids du financement des transferts à l'Est en termes d'inflation supplémentaire et de prélèvements obligatoires, les débouchés des entreprises se sont contractés au moment où leurs coûts unitaires se gonflaient. Les entreprises ont en effet absorbé pour partie la hausse de leurs coûts unitaires (+ 2,9 % en 1991, + 5,6 % en 1992 dans l'industrie) en contractant leurs marges.

Les facteurs externes du ralentissement sont donc en partie liés à l'évolution interne de l'Allemagne. L'Allemagne de l'Ouest ne cessait de

perdre des parts de marché depuis 1983, et la réunification est arrivée à point nommé pour masquer dans un premier temps ses problèmes de compétitivité. Comme à partir de la fin 1991, les exportations vers la partie orientale ont cessé d'exercer une contribution positive à la croissance de l'Ouest ⁽¹⁾, les exportations ont d'autant plus accusé le ralentissement de la demande d'importations en provenance des partenaires économiques de l'Allemagne de l'Ouest. Les exportations allemandes étant pour l'essentiel constituées de biens d'équipement, les fortes pertes de parts de marché observées en 1992 peuvent être imputables tant à la perte de compétitivité-prix de l'économie allemande, accentuée par la forte appréciation du deutsche mark vis-à-vis des monnaies européennes, qu'à l'atonie de la demande d'investissement de ses partenaires.

La demande interne a été freinée par l'évolution du revenu disponible réel des ménages. L'impact positif des hausses salariales contractuelles (6 % en 1990, 6,5 % en 1991, 5,5 % en 1992 en glissement annuel) sur la progression de ce revenu a été contrebalancé par la hausse des prélèvements obligatoires (impôt de solidarité) et par le rythme soutenu de l'inflation. Les réductions d'emploi sensibles à partir du second trimestre 1992 sont ensuite venues relayer ces facteurs. Au premier trimestre 1993, le revenu disponible réel des ménages était en effet inférieur de 4 % à son niveau du second trimestre 1991. Comme la consommation réelle tend à stagner en niveau depuis le second trimestre 1991, les ménages ont compensé la baisse de leur revenu réel par une diminution de leur taux d'épargne. Il y a plusieurs causes à ne pas avoir constaté une baisse plus ample du taux d'épargne des ménages : le rythme de progression soutenu des prix gonfle le montant des encaisses liquides désirées, les crédits à la consommation sont découragés par des taux d'intérêt élevés et les perspectives déprimées sur le marché du travail justifient la constitution d'une épargne de précaution.

Le ralentissement de la demande intérieure s'est répercuté sur le taux d'utilisation des capacités de production, qui n'a cessé de baisser depuis son maximum du quatrième trimestre 1991 ⁽²⁾. La forte pression de la demande qui avait suivi la réunification avait tendu au maximum les capacités de production ; en réaction, de forts taux d'accumulation en 1989, 1990 et 1991 ont rehaussé le taux de croissance du capital, qui est passé de 2,7 % en 1989 à 3 % en 1992, et, par voie de conséquence, celui des capacités de production. Dans un contexte de ralentissement de la demande intérieure et étrangère, l'incitation à l'investissement s'est ensuite fortement réduite. La baisse des profits des entreprises s'est ajoutée à l'effet accélérateur pour prolonger la chute de l'investissement en 1992 et au premier semestre 1993. Mesurés par leur épargne, les bénéfices des entreprises de production ont chuté de 46 % en 1991 et de 40 % en 1992, sous l'effet conjugué de la réduction de leurs débouchés et de la contraction des marges.

(1) Dans la mesure où les exportations de biens d'équipement de l'Ouest vers l'Est sont d'une ampleur insuffisante pour compenser l'évolution des comportements de consommation à l'Est (constitution d'une épargne de précaution).

(2) Il se situe à 83,2 dans l'industrie manufacturière au troisième trimestre 1993, contre 92,7 à son maximum.

Par ailleurs, la faiblesse de la conjoncture s'est répercutée à partir de la mi-1992 sur le secteur du bâtiment. La contrainte financière des entreprises et des collectivités territoriales s'étant accrue, le logement reste en effet la seule composante dynamique de ce secteur.

Les ajustements enclenchés courant 1992 devraient se poursuivre jusqu'à la fin 1994. Le rythme de réduction de l'emploi salarié s'est accéléré fin 1992 et au premier semestre 1993. Comme il reste inférieur à celui de la production, la productivité par tête de l'ensemble de l'économie a continué à baisser au second trimestre 1992 et au premier semestre 1993. Cette évolution révèle les différences de situation de l'industrie et des services. Jusqu'à la fin 1992, la récession allemande est essentiellement industrielle. Le commerce et le transport ont commencé à être affectés début 1993 et certains services, comme le secteur bancaire, restent épargnés. De ce fait, l'évolution de la productivité de l'ensemble de l'économie diverge de celle de l'industrie. Les dégraissages importants réalisés dans l'industrie commencent à se répercuter sur l'évolution de la productivité par tête, qui a légèrement augmenté au cours du premier trimestre 1993. Le ralentissement du rythme de progression des salaires par tête, lié à l'augmentation du travail à temps partiel et à la compression des rémunérations annexes en période de récession, a permis aux coûts unitaires dans l'industrie de baisser légèrement au premier trimestre 1993. L'effort de rationalisation des entreprises n'a cependant pas atteint son terme et les réductions d'emploi pour l'ensemble de l'économie devraient se poursuivre jusqu'à la fin du premier semestre de 1994. A ce niveau agrégé, la productivité apparente par tête ne devrait engager un redressement qu'au début de l'année 1994. Par ailleurs, la modération des hausses salariales contractuelles en 1993 et 1994 va infléchir la progression des rémunérations par tête et les hausses moyennes devraient se situer à 3,2 % en 1993 et 2,1 % en 1994. Dès lors, les coûts unitaires de l'ensemble de l'économie, qui auront ralenti en 1993, se stabiliseront à partir de la fin du premier semestre 1994, permettant une réduction de la part des salaires dans la valeur ajoutée. En contrepartie, le ralentissement déjà observable de la progression de la masse salariale va se poursuivre jusqu'à la fin de 1994, sous l'effet conjugué des réductions d'effectifs et des moindres hausses de salaires effectifs. A eux seuls, ces ajustements indiquent que la demande intérieure restera déprimée tout le long de l'horizon de prévision. Elle le sera d'autant plus que l'orientation restrictive de la politique budgétaire viendra exercer une ponction supplémentaire sur le revenu des ménages, ce qui retardera les effets positifs, quoique limités, de la détente de la politique monétaire.

Prudence de la normalisation monétaire, nouvelles restrictions budgétaires

L'assouplissement de la politique monétaire de la Bundesbank a permis aux taux au jour le jour de baisser de 3,2 points entre leur point haut d'août 1992 et leur niveau de septembre 1993. La détente monétaire est plus lente et le recul des taux d'intérêt directs nominaux

plus modéré que lors des cycles précédents⁽³⁾. Cette évolution témoigne d'une attitude de la Banque centrale allemande prudente et dominée par des considérations nationales. En maintenant sa pression sur les taux d'intérêt après même que l'économie ait commencé à se ralentir, la Bundesbank a réaffirmé nettement sa volonté de casser les anticipations inflationnistes. Si l'on fait abstraction du mouvement de taux de septembre 1992, la décrue a effectivement débuté au premier trimestre 1993, c'est-à-dire à un moment où l'économie allemande était déjà entrée en phase de réduction des tensions inflationnistes, comme en témoignent le passage du Pnb réel en-dessous de son niveau potentiel et le ralentissement du rythme de progression des prix à la consommation⁽⁴⁾. Encouragée par l'adoption du plan de solidarité, la détente monétaire devrait se poursuivre jusqu'au printemps 1994, mais les taux courts buteront alors sur un plancher légèrement supérieur à 5 %. Les taux d'intérêt à long terme ayant commencé leur décrue un an avant les taux à court terme, la structure des taux pourrait cesser d'être inversée à partir du second trimestre 1994, ce qui exercera un effet positif sur l'activité. Les mécanismes usuels de transmission de la politique monétaire (hausse des crédits à la consommation, détente des conditions financières des entreprises) seront cependant contrariés au cours du premier semestre par l'orientation restrictive de la politique budgétaire.

L'aggravation conjoncturelle de l'état des finances publiques a rendu caduques les projections budgétaires prévues par le pacte de solidarité et incluses dans le budget révisé de mai 1993. Dès lors, pour contenir le déficit du budget fédéral au niveau de 68 milliards de deutsche marks, il est apparu nécessaire au gouvernement de réintroduire les mesures d'économies sociales prévues par le programme de consolidation budgétaire, mais abandonnées dans le pacte de solidarité. Ces mesures, qui portent sur un montant de 21 milliards, prévoient notamment la hausse de la taxe sur les carburants, la réduction d'un certain nombre de dépenses sociales, ainsi qu'un gel du traitement des fonctionnaires. Elles viendront s'ajouter à la hausse du taux de cotisation des retraites qui interviendra début 1994 et la ponction totale devrait représenter 1,5 % du revenu disponible des ménages. Loin de favoriser la reprise, la politique budgétaire exercera donc un effet négatif sur la consommation des ménages au premier semestre 1994. L'amputation du revenu dispo-

(3) En 1974, la baisse des taux directeurs avait été étalée sur un an et les taux directeurs avaient baissé de 4,5 points pour le Lombard, de 3,5 points pour l'escompte ; en 1982, la baisse avait duré huit mois et les taux directeurs avaient baissé de 5 points pour le Lombard, de 4 points pour l'escompte. A l'heure actuelle, la détente de la politique monétaire est engagée depuis treize mois et le recul acquis des taux d'intérêt directeurs est de 2,5 points pour le Lombard et l'escompte, de 3 points pour le taux des prises en pension.

(4) La tendance sur trois mois et en rythme annuel des prix à la consommation est en effet revenue de 4,4 % au mois d'avril 1993 à 2,4 % au mois d'août. Ce ralentissement se poursuivra au cours des prochains trimestres, d'autant que les prix des services vont ralentir à leur tour. En moyenne annuelle, la hausse des prix à la consommation devrait cependant rester en 1993 à 4 %, en raison de l'impact de la hausse du taux normal de TVA. De même, le relèvement de la taxe sur les carburants au premier janvier 1994 aura un impact d'un demi-point également sur l'indice des prix à la consommation, si bien que la moyenne annuelle de 1994 se situerait à 3 %, en dépit d'un mouvement continu de ralentissement des prix à la consommation.

nible des ménages impliquée par la réduction des effectifs et des hausses salariales sera aggravée et le ralentissement du rythme de l'inflation sera insuffisant pour empêcher une diminution du pouvoir d'achat des ménages. La baisse du taux d'épargne, favorisée également par le ralentissement de l'inflation, restera toutefois contrainte par des perspectives encore déprimées sur le marché du travail et par la perspective de nouvelles hausses d'impôts en 1995.

Le recul de la consommation des ménages n'incitera pas les entreprises à reprendre leur effort d'investissement. Si celui-ci est pourtant susceptible de s'accroître au cours de l'année 1994, c'est parce que l'Allemagne de l'Ouest devrait voir ses exportations stimulées par les reprises américaine et britannique. L'impact négatif sur la compétitivité allemande de la réévaluation du deutsche mark depuis le milieu de 1992 devrait être peu à peu compensé par la modération des coûts unitaires. D'autre part, la dépréciation de la monnaie allemande vis-à-vis du dollar et du yen devrait contribuer à stabiliser les parts de marché de l'Allemagne en 1994. L'Allemagne devrait alors d'autant plus bénéficier d'une reprise de la demande de ses partenaires que l'effort d'investissement en période de reprise avantage la spécialisation allemande dans le secteur des biens d'équipement. L'incitation à l'investissement en équipement des entreprises sera donc imputable pour l'essentiel à la reprise de la demande étrangère et devrait être limitée, dans la mesure où les pressions sur le taux d'utilisation des capacités de production resteront modérées. L'investissement en bâtiment contribuera faiblement à la croissance au cours des prochains trimestres. L'investissement non résidentiel restera déprimé d'ici la fin 1994. Les mauvaises perspectives de revenu des ménages et le niveau désormais élevé des prix dans l'immobilier l'emporteront sur la baisse des taux d'intérêt hypothécaires.

Le cheminement de l'économie allemande sera donc dominé par une faiblesse de la demande intérieure jusqu'au milieu du premier semestre 1994. La reprise modérée des exportations permettra aux échanges extérieurs d'exercer une contribution positive à la croissance dès le début de l'année 1994, mais insuffisante pour compenser dans un premier temps le recul de la demande intérieure. L'économie allemande devrait donc atteindre son point bas au cours du premier semestre 1994, et la reprise, reportée au second semestre, devrait se solder par une performance médiocre pour 1994 (0,1 % pour le Pnb), après une baisse de 2,5 % du Pnb en 1993.

Dispersion européenne

La crédibilité n'est plus ce qu'elle était

Le couple franco-allemand pèse lourd dans les actuelles évolutions européennes (graphiques 11 à 13). La politique économique française est victime de la difficile conciliation entre les exigences contradictoires qu'elle entend satisfaire : la gestion de la dette publique, pour partie aux mains des non-résidents, appelle à la prudence de la gestion monétaire, mais, dans le même temps, les critères de la crédibilité accordée par les opérateurs financiers internationaux paraissent donner

un poids plus grand à l'impact éventuel du chômage et des tensions sociales sur la politique économique. Ce désaccord sur le contenu de la crédibilité prend à contrepied des autorités politiques fortement engagées dans la logique de la transition à l'Union monétaire définie par le traité de Maastricht, bien qu'il soit désormais évident qu'elle n'est plus un cadre intouchable. Les responsables de la politique économique semblent alors se résigner à attendre d'une confirmation de la récession et de la désinflation allemandes un accroissement des degrés de liberté pour la gestion monétaire française. Soit que les autorités allemandes accentuent, sous la pression des faits, la détente de leur propre gestion, soit que la moindre attirance pour le mark que pourrait susciter une aggravation de la récession allemande libère la Banque de France de la contrainte de change. Le pari est risqué. Car alors, au vu des évolutions récentes, il ne va pas de soi que l'économie française connaisse des performances très différentes de son partenaire allemand. Le couple franco-allemand vacille mais les deux économies apparaissent plus que jamais liées (graphique 13).

Plus généralement, le cheminement allemand exerce une contrainte forte sur les partenaires européens pour lesquels la discipline des politiques monétaires qui prévalait au sein de l'organisation antérieure du SME continue de fait à s'exercer malgré l'assouplissement intervenu. Les perspectives d'évolution des taux d'intérêt allemands n'offrent qu'une marge de manœuvre limitée aux politiques monétaires de ses partenaires du « noyau dur » dès lors que celles-ci s'attachent prioritairement, sans trop faire confiance au marché, à garantir une nouvelle parité de référence par rapport au mark. Ce n'est pas simplement la vitesse de la baisse des taux qui est en jeu, mais aussi le butoir qui sera atteint : celui-ci, dans les conditions actuelles, n'aura pas la même signification pour l'Allemagne et ses partenaires.

Ce qui est en question ici, ce n'est pas tant, dans les circonstances du moment, un problème de « doctrine » de l'organisation monétaire européenne qu'un enjeu de compatibilité entre la politique monétaire et les souhaits des agents économiques dans une phase très particulière du cycle conjoncturel, où pèse tout le poids des déséquilibres financiers accumulés. Les agents cherchent à retrouver ce qui leur paraît être des conditions convenables de liquidité et de solvabilité. Si, dans cet effort, ils se heurtent au niveau jugé encore trop élevé des taux d'intérêt et au caractère encore trop restrictif de la politique monétaire, ils orienteront leur action en direction d'une réorganisation de leur patrimoine financier favorable en termes de combinaison rendement-risque (par exemple, des actions d'entreprises privatisées susceptibles de futures plus-values en capital plutôt que des placements liquides dont les rendements, encore élevés, sont destinés à baisser). Mais leur propension à la dépense, de consommation et d'investissement, restera limitée et insuffisante pour rompre les enchaînements récessifs aujourd'hui auto-entretenus et réactiver les anticipations de demande des producteurs. Dans un schéma de ce type, l'économie des pays européens les plus liés à l'Allemagne (dont la France) ne serait guère à même de s'émanciper de la pesanteur du cheminement allemand. La rigidité conjointe des politiques monétaires et budgétaires (lesquelles sont affectées par la contrainte de moyen terme des dettes publiques) reste trop forte, malgré

les assouplissements partiels et variables d'un pays à l'autre, pour infléchir significativement, dès maintenant, les perceptions négatives des agents économiques et les enchaînements récessifs conséquents (Royaume-Uni mis à part).

L'évolution probable est alors celle d'une sortie en ordre dispersé de la récession de la part des pays européens, en fonction des marges de manœuvre spécifiques qu'ils se procurent, notamment sur le plan monétaire, y compris les uns aux dépens des autres (graphiques 8 à 10).

Royaume-Uni : dans le sillage américain

La Grande-Bretagne, qui a été le premier pays européen à se libérer de la contrainte du SME, et à se mettre dans le sillage de la reprise américaine, constitue de ce fait une référence pour les autres pays européens. L'effet sur le volume des exportations et des importations du surcroît de compétitivité lié à la forte décade de la livre (graphiques 16 et 17) n'a pas tardé à se faire ressentir. Mais l'économie britannique ne peut compter sur ce seul effet pour réamorcer une croissance durable. Rapide, le processus d'accroissement des parts de marché paraît s'éroder dès le second trimestre de cette année. Aussi, au delà de cet effet mécanique et partiellement éphémère de la dépréciation du change réel, se pose la question de viabilité de cette reprise pour l'instant isolée en Europe. En d'autres termes, la demande interne, stimulée par la détente des conditions monétaires, est-elle en mesure de relayer la contribution externe ? Et si tel est le cas, les déséquilibres inhérents à cette reprise et les contraintes politiques qui s'y rattachent seront-ils compatibles avec sa poursuite ?

La Grande-Bretagne a pour l'instant évité l'écueil inflationniste lié à une forte dévaluation. Même en éliminant l'effet de la décade des taux des crédits hypothécaires, la croissance des prix à la consommation a poursuivi le repli régulier qu'elle avait entamé au dernier trimestre de 1990. Depuis septembre 1992, date de la sortie de la livre du SME, le rythme annuel d'inflation a perdu un point, pour s'établir à 3 % durant l'été. Compte tenu du faible degré d'utilisation des capacités manufacturières, au moment où est intervenu le décrochage de la livre, ce résultat n'est pas si surprenant. Plus intéressant est la manière dont s'est opérée l'absorption de l'inflation importée. En effet, élément important pour l'avenir, la charge de cet ajustement n'a pas pesé sur les entreprises industrielles et n'a donc pas entravé leur effort de redressement financier. Elles ont pu continuer à accroître leurs marges en reportant la hausse du coût des matières importées sur les prix à la production dont le rythme de croissance annuel a gagné plus d'un point depuis septembre 1992. En d'autres termes, la poursuite du mouvement de désinflation est dû à la décade des marges des distributeurs et à la modération des prix des services. Dans le même temps l'accentuation de la modération salariale et l'accroissement des gains de productivité ont permis aux entreprises britanniques de bénéficier de coûts salariaux unitaires décroissants (- 3 % en glissement annuel aux premier et deuxième trimestres). De plus les entreprises ont reporté partiellement sur leurs prix à l'exportation (+ 5 % sur le dernier trimestre de 1992), la hausse des coûts importés.

Cependant le rythme actuel de l'inflation n'est pas acquis. Le fait que les marges commerciales aient été fortement comprimées au cours des derniers trimestres incite à penser que dans un environnement plus porteur les détaillants seront désireux de reconstituer ces dernières. Il existe donc un potentiel inflationniste qui se réalisera d'autant plus que la reprise sera vive. Une légère inflexion à la hausse se manifeste déjà au cours des deux derniers mois, trop récente pour induire des conclusions hâtives. Elle pourrait être la conséquence du regain de consommation perceptible dès le printemps 1992, résultant des effets conjugués des avantages fiscaux consentis en début d'année, du reflux du service de la dette hypothécaire à taux variables, et d'une stabilisation puis d'une baisse du taux d'épargne.

La modération salariale qui prévaut et prévaudra encore l'an prochain ainsi que la sous-utilisation persistante des capacités n'incitent pourtant pas à exagérer le risque inflationniste. Il paraît difficile aujourd'hui d'envisager une accélération sensible de la croissance de la demande intérieure d'autant que le processus de détente des taux d'intérêt touche à son terme et que son impact stimulant sera partiellement contrarié par le caractère restrictif de la politique budgétaire. Cette dernière, neutre en 1993, s'attaque à partir de 1994 au déficit public hérité de la récession (8 % du Pib en 1993). Cet effort pèsera essentiellement sur les ménages qui subissent un alourdissement de la fiscalité directe et des cotisations sociales (mesures dont le cumul représente près de 1 % du revenu disponible brut). Le pouvoir d'achat sera en outre grevé par des hausses de fiscalité indirecte (TVA et droits d'accise). De plus même si l'amélioration du marché de l'emploi et la baisse des rendements financiers permettent d'envisager une décrue continue du taux d'épargne, cette dernière sera limitée par la persistance du haut degré d'endettement des ménages qui les contraint à poursuivre un effort d'assainissement.

L'investissement productif reprend donc modérément dans ce contexte de croissance douce qui ne tend pas les capacités de production. Le rétablissement financier des entreprises et la baisse du coût du crédit autorisent une réactivation des plans d'investissement, dans un but de remplacement plus que d'extension des capacités après des années de faible accumulation. Mais contrairement au cycle précédent, et en dépit d'une compétitivité améliorée, les flux des capitaux transfrontières ne joueront pas le même rôle d'amplificateur de la reprise. Il en sera de même pour le logement dont la reprise cyclique est handicapée par la persistance d'un endettement hypothécaire élevé des ménages et par l'inachèvement du réajustement des prix sur l'ensemble du territoire (la correction opérée à Londres ne s'est pas généralisée à tout le pays). En somme, la croissance britannique restera probablement modérée, mais ce sera là sa condition de viabilité.

Europe du Sud : l'Italie ne rit pas encore mais l'Espagne pleure

L'Italie, quoiqu'encore en récession à la mi-1993, paraît aujourd'hui en meilleure position pour accéder à la reprise que ce n'est le cas pour l'Espagne, bien que l'évolution conjoncturelle ne soit pas sans similarité

dans ces deux pays. Allant de pair avec un ajustement interne sévère, la suspension de la participation de la lire au SME depuis septembre 1992 a débouché sur une dévaluation réussie qui a mis fin à la surévaluation de la monnaie et stimulé les exportations italiennes (graphique 10). Les carnets de commandes ont enregistré une évolution plus favorable depuis le début 1993. La réduction considérable des taux d'intérêt nominaux montre que les opérateurs des marchés internationaux entérinent cette évolution et accordent crédibilité aux inflexions de la gestion italienne, qui se manifestent notamment en 1992 par l'abandon de l'échelle mobile et l'apparition d'un excédent primaire du budget de l'Etat. La réduction de l'inflation, engagée avec la récession depuis la mi-1991, n'a ainsi pas été perturbée par la dévaluation et a bénéficié du repli des coûts financiers. L'Italie a saisi la double occasion de l'adoption du traité de Maastricht et de la crise monétaire pour engager une rationalisation de sa gestion économique, tout en la rendant tolérable par l'assouplissement monétaire.

L'Espagne n'en est pas au même point. Elle a choisi la voie de dévaluations à répétition (graphique 9), qui n'ont sans doute pas eu sur les anticipations un impact aussi favorable qu'une remise à niveau franche de la monnaie nationale, susceptible de réconcilier les perceptions des opérateurs et la réalité instantanée du marché. Les taux d'intérêt courts nominaux, encore en hausse jusqu'au printemps 1993, ont connu ensuite un repli qui ne fait qu'effacer la bosse créée par la crise monétaire. L'Espagne combine une dégradation marquée du marché du travail avec un repli de l'inflation plus hésitant qu'en Italie. L'ajustement plus difficile des coûts salariaux en est un des facteurs. Les marges de manœuvre de la politique monétaire espagnole paraissent ainsi limitées. Pour l'Espagne, la crise monétaire européenne marque le terme d'un développement qui misait sur la régularité des apports de capitaux externes pour rendre supportable le déficit des paiements courants associé à une croissance relativement rapide. L'Espagne s'adapte à cette situation par une gestion budgétaire très restrictive qui lui a déjà permis de limiter le poids de son déficit public dans le Pib en 1992. Mais le coup d'arrêt est brutal, comme le montre la soudaineté, à l'automne 1992, de la reprise du chômage.

Une diversité de conjonctures nationales peut être souhaitable mais la désynchronisation en cours, qui découle de l'impact différencié de la crise monétaire, est plutôt « sauvage ». Une détente monétaire généralisée serait évidemment avantageuse pour tous les pays européens : en favorisant une reprise collective, elle limiterait le besoin de dépréciations unilatérales, consenties par certains pays, refusées par d'autres en raison des inhibitions liées aux craintes d'inflation. En l'absence de cette généralisation, les dépréciations unilatérales participent à un climat conflictuel. Le schéma d'une reprise par la détente monétaire et par la dépréciation du change réel, bien exploité dans un premier temps par le Royaume-Uni et, secondairement, par l'Italie, peut ensuite être freiné par l'absence de dynamisme européen. Le Royaume-Uni éprouve désormais des difficultés à poursuivre son relâchement monétaire et, depuis le printemps 1993, le relèvement de la livre par rapport au franc a annulé près de la moitié du gain (ex ante) de compétitivité britannique procuré par la dépréciation de l'automne 1992.

Le paradoxe européen

Le paradoxe européen est celui d'un processus d'intégration qui a pris force de modèle pour nombre de pays et de zones extra-européens et qui affiche pourtant une vulnérabilité particulière au sein de l'actuel « désordre économique mondial ». Ce processus a combiné la libéralisation des marchés européens de biens et de capitaux avec la coordination des politiques macroéconomiques, notamment sous l'incitation exercée par le SME à la discipline monétaire. La construction n'était pas sans subtilité puisque la responsabilité d'ancrage nominal du système revenait au pays, l'Allemagne, qui avait pour partie échappé aux sirènes de la libéralisation financière. La constance historique de ses préférences anti-inflationnistes et la qualité de son insertion commerciale lui avaient autorisé la modération dans le recours à la libéralisation et aux innovations financières, privilégiées par les pays préoccupés d'éradiquer les anticipations inflationnistes des décisions de financement et d'investissement. Avec les difficultés de l'unification allemande, les conditions de la construction européenne sont évidemment substantiellement modifiées sur ce plan.

La vulnérabilité du processus d'intégration communautaire relève en fait de l'interaction d'un ensemble de facteurs :

Les pays européens ont utilisé un mécanisme de coopération monétaire imparfait mais effectif, le SME, pour développer des politiques de désinflation compétitive, progressivement généralisées et peu coopératives puisqu'elles privilégiaient les objectifs de compétitivité et de parts de marché. Jusqu'à l'unification allemande, la fluidité des mouvements de capitaux a permis de contenir les tensions conséquentes et leur orientation (associée à l'octroi de fonds structurels européens) a nourri la capacité d'expansion des pays destinataires, comme l'Espagne. La crise monétaire témoigne de nouvelles contraintes dans l'allocation des capitaux et révèle brutalement le caractère devenu insupportable de la surévaluation de certaines monnaies, trop aisément « crédibilisées » par le SME. Paradoxalement, la vocation anti-inflationniste du SME a pu être contournée grâce aux facilités qu'accordaient les entrées de capitaux aux politiques budgétaires. Dans ces conditions, la crise monétaire débouche sur une « renationalisation » des crédibilités des politiques économiques alors que le SME, entre 1987 et 1992, avait paru diffuser ses vertus supposées à tous les participants.

La polarisation sur la convergence macroéconomique au sein de la Communauté européenne a pour contrepartie la difficulté des européens à affirmer la cohérence et la qualité de leurs choix de spécialisation. L'insertion commerciale européenne sur les marchés mondiaux est aujourd'hui fragile. Elle est menacée par le haut, dans les secteurs de haute technologie où la pression compétitive des Etats-Unis, du Japon et des NPI asiatiques bénéficie de la faiblesse des coopérations intra-européennes ; par le bas, dans les activités où l'internationalisation de la rémunération du travail peu qualifié devient la loi. La dépréciation considérable des monnaies européennes par rapport au yen depuis la mi-1992 modifie cependant substantiellement la donne concurrentielle

(malgré un dollar qui paraît encore sous-évalué). Les pays européens en profiteront inégalement, en fonction des changements intervenus au sein de la grille des changes du SME et des aptitudes respectives à tirer parti du dynamisme des Etats-Unis et de certaines zones américaines et asiatiques.

Un choc prononcé et inattendu qui affecte au premier un pays particulier — a fortiori s'il s'agit du « pays-ancre », l'Allemagne — mais qui contamine tous les membres de la Communauté a des conséquences d'autant plus difficilement maîtrisables que font défaut les procédures coopératives permettant d'y faire face (notamment en matière budgétaire). En l'absence de telles procédures, les tensions créées par le choc nécessitent l'introduction d'une plus grande flexibilité des politiques nationales. La coordination ne peut plus vouloir dire uniformité. Si la différence des situations et des intérêts ne peut pas être l'objet d'une gestion collective (parce que les conditions politiques et institutionnelles ne sont pas mûres pour cela), cette flexibilité est nécessaire pour s'adapter à ces différences. En 1992 et 1993 le jeu des marchés a forcé la main aux responsables politiques pour assurer une réintroduction partielle de cette flexibilité. Parce que ce ne fut pas le résultat d'une démarche politique volontaire et réfléchie, cette réintroduction s'est faite dans le désordre.

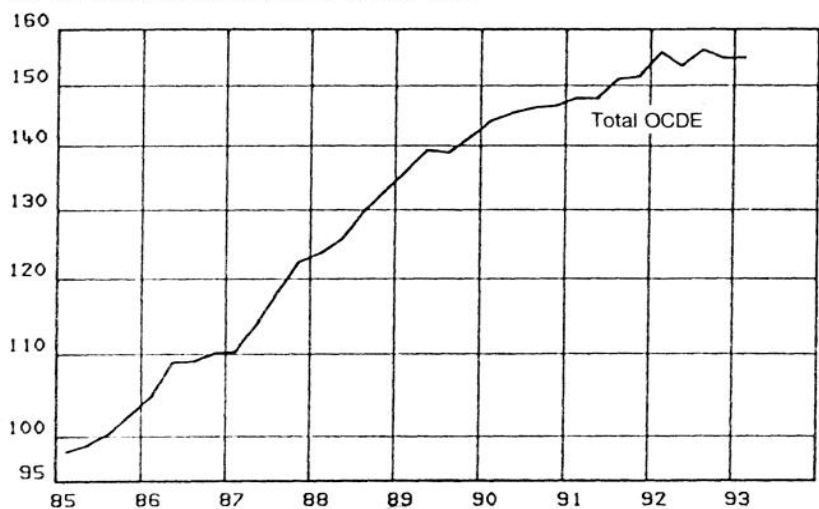
Face à la sortie non coopérative et donc difficile de la récession européenne, la définition souhaitable de règles d'action mieux adaptées à la gestion commune des difficultés conjoncturelles dans un contexte de dissymétries structurelles paraît encore hors de l'horizon immédiat des européens. Dans les conditions du moment, la reconstruction de la crédibilité d'un système de coopération comme le SME n'est pas indépendante de la capacité de chaque politique nationale à favoriser la reprise de l'économie dont elle a la charge. Le SME a fini par souffrir, au point d'exploser, de déficit de coopération et de la rigidité des politiques pourtant (trop) convergentes qu'il a promues. Une coordination d'une nouvelle qualité suppose de combiner coopération et flexibilité, ce qui commence par une meilleure adéquation de chaque politique nationale aux contraintes perçues par les agents dans cette phase de contraction. Cette flexibilité permettrait une action conjointe et donc plus efficace des politiques monétaire et budgétaire.

Le réamorçage du commerce international : comment dépasser une logique de parts de marché ?

Le commerce mondial, freiné par les évolutions divergentes des économies de l'OCDE, demeure pratiquement inerte depuis cinq trimestres (graphique 14). Le commerce des produits manufacturés reflète ainsi la désynchronisation des économies, dont les dynamiques internes se contrarient. Dans ce contexte de faible croissance des débouchés, les modifications de prix relatifs ont rapidement transmis leurs effets sur les volumes et les modifications des parts de marché traduisent, comme sur les marchés de capitaux, une intensification des comportements d'arbitrage.

14. Importations de produits manufacturés

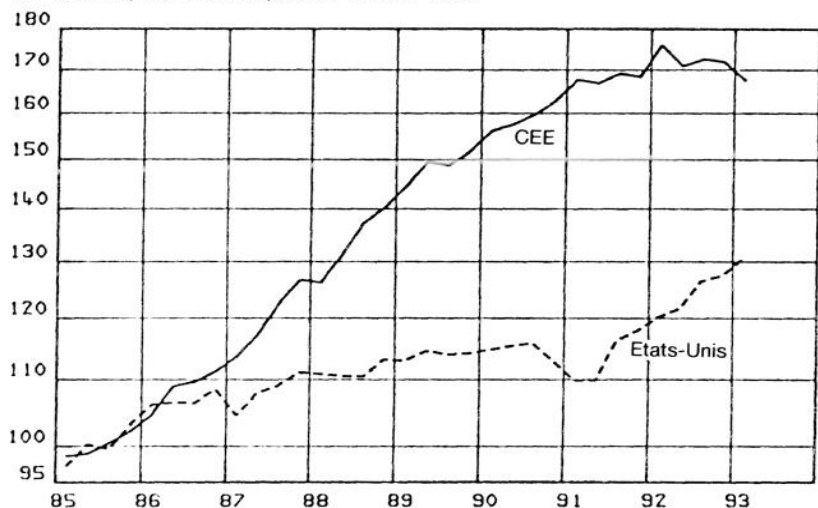
En volume, indices cvs, base 100 en 1985



Sources : OCDE, série A, estimation OFCE.

15. Importations de produits manufacturés

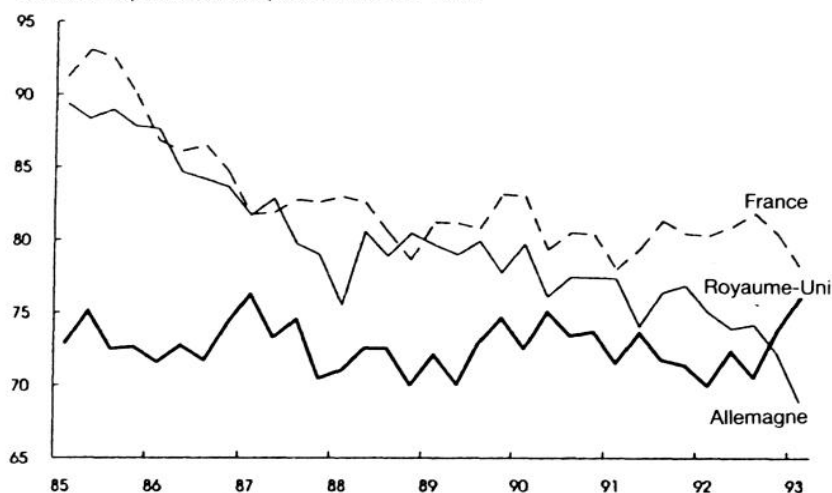
En volume, indices cvs, base 100 en 1985



Sources : OCDE, série A, estimations OFCE.

A l'intérieur de la zone OCDE, la croissance de la demande américaine qui accompagne celle de son activité intérieure contraste avec le recul de la demande européenne. Depuis le second trimestre de 1992, les achats en provenance des États-Unis augmentent, en volume, à un rythme soutenu de 8,5 % l'an et leur rythme de croissance reste élevé au cours du premier semestre 1993. Mais ce mouvement de début d'année qui ne correspond pas à une inflexion de la demande Outre-Atlantique paraît devoir être imputé aux gains de pouvoir d'achat liés à la revalorisation du dollar vis-à-vis des principales devises à l'exception du yen au cours des derniers mois (le dollar a progressé de 15 % par rapport à l'ECU entre le troisième trimestre de 1992 et le second de 1993). A l'inverse, les importations en provenance des pays de la CEE (bien que leur mesure soit fragilisée par l'entrée en vigueur du marché

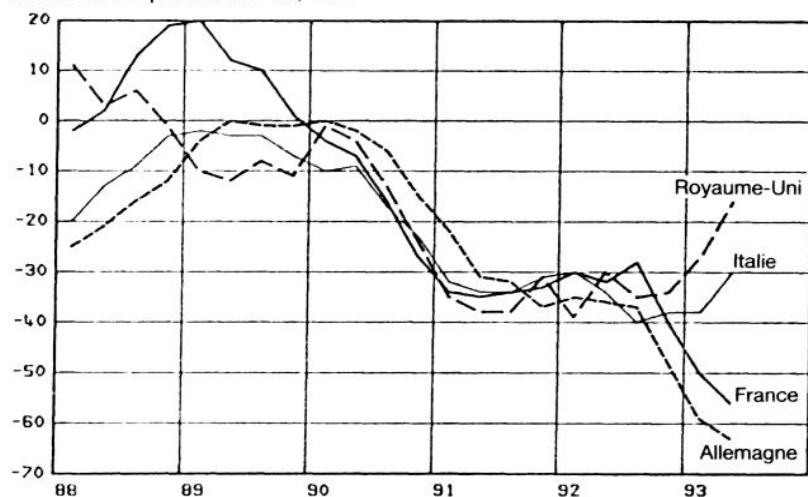
En volume, indices cvs, base 100 en 1972



Sources : OCDE, série A, estimations OFCE.

16. Parts de marché à l'exportation de produits manufacturés

Solde des réponses en %, cvs



Source : Economie européenne, enquête dans l'industrie manufacturière.

17. Carnets de commandes étrangères

unique en début d'année) se sont nettement repliées pour se stabiliser au second trimestre de 1993 (graphique 15).

Au sein de la Communauté européenne, le recul des importations touche l'ensemble des pays à l'exception notable de la Grande-Bretagne. Cette évolution est conforme à la faiblesse généralisée des demandes intérieures qui, en dépit des desserremments des politiques monétaires, n'amorcent encore de reprise dans aucun pays sauf Outre-Manche. Encore le dynamisme des importations en Grande-Bretagne paraît-il hors de proportion avec le redressement timide de l'activité, les caractéristiques de l'offre induisant dans ce pays une forte élasticité des importations par rapport à la demande. Si la rupture statistique liée au marché unique conduit à porter un regard prudent sur les chiffres disponibles, plusieurs signes confortent cette idée d'une dégradation de

la demande européenne jusqu'au second trimestre de cette année. En particulier, l'évolution des commandes en provenance de l'étranger adressées à l'industrie manufacturière d'Allemagne occidentale — indicateur qui préfigure par le passé avec un ou deux trimestres d'avance les inflexions de la demande européenne — confirment la détérioration de l'activité au cours des trois premiers mois de l'année. Le deuxième trimestre semble cependant avoir mis fin à ce mouvement. L'évolution des exportations des autres pays de l'OCDE vers la CEE renforce encore le constat d'une baisse de l'activité européenne, prolongée au-delà du dernier trimestre 1992.

Les révisions de parité au sein du SME se sont donc opérées dans un contexte de déclin de la demande adressée aux différents pays européens. On ne dispose certes aujourd'hui que d'informations très partielles pour mesurer l'impact des ajustements monétaires des derniers trimestres au sein du SME. Les pays qui ont procédé à des dévaluations paraissent avoir engrangé rapidement les bénéfices en terme d'accroissement de leurs parts de marché à l'exportation (graphique 16) malgré un accroissement des marges à l'exportation qui est loin d'être négligeable. Les exportations de l'Espagne, du Portugal, de la Grande-Bretagne et de l'Italie se redressent dès le quatrième trimestre 1992, simultanément à la dépréciation de leurs monnaies alors qu'un délai de plusieurs trimestres est traditionnellement nécessaire ; à l'opposé, celles de l'Allemagne et de la France connaissent un recul prononcé. Les premières estimations portant sur le premier trimestre de 1993 indiquent que le mouvement s'est encore probablement accentué pour ne s'atténuer qu'au second trimestre. Cette divergence des évolutions commerciales est confirmée par les enquêtes de la CEE portant sur l'appréciation de leur carnets de commandes par les entreprises manufacturières : à l'amélioration des uns répond la dégradation des autres, à l'exception de l'Espagne où l'amélioration pourtant décrite dans les chiffres du commerce extérieur pour l'ensemble des marchandises ne paraît pas perçue par le secteur manufacturier. Les mêmes enquêtes confortent l'idée que la situation tend à se stabiliser en milieu d'année (graphique 17).

Mais la déformation des parts de marché que provoque la modification des parités européennes dépasse le cadre de la Communauté, car une partie des gains à l'exportation de certains pays s'est opérée en direction des autres pays de l'OCDE. L'accroissement du volume des exportations de la Grande-Bretagne et de l'Espagne (qui sont les seuls pays à continuer à publier une ventilation géographique de leur commerce extérieur) résulte pour partie des achats des autres pays de l'OCDE, et en particulier des Etats-Unis. Dans le même temps, les exportations américaines vers l'Europe diminuent en volume, recul qui est surtout pour l'instant la conséquence du décalage conjoncturel entre les deux zones. Le Japon, handicapé par la forte revalorisation du yen par rapport à l'ECU et par les mesures d'auto-limitation de son commerce en direction de la CEE, connaît également une contraction significative de ses exportations vers l'Europe. Ainsi, alors que son solde commercial bilatéral avec ses partenaires asiatiques comme avec les Etats-Unis augmente régulièrement, il décroît avec l'Europe depuis plusieurs mois.

Le résultat des révisions des parités intra-européennes ne constitue donc pas un jeu à somme nulle et le sera encore moins à l'avenir si la détente monétaire qui l'accompagne peut stimuler l'ensemble des échanges intra-communautaires. Bien que dans un premier temps, les tenants d'une monnaie forte sont désavantagés, ils peuvent espérer dans un second temps bénéficier d'un surcroît de demande adressée par l'étranger. Le commerce intra-européen peut jouer un rôle vertueux en propageant un mouvement localisé de reprise à l'ensemble des pays. Mais son inertie peut à l'inverse contribuer à étouffer les premiers signes dispersés et fragiles d'une sortie de récession. Le cas britannique est exemplaire : son différentiel de croissance avec les autres pays européens n'est viable que si ces derniers convergent rapidement vers un sentier de croissance plus élevé. Si tel n'est pas le cas, la faiblesse des gains de productivité Outre-Manche accroîtrait le risque inflationniste et la montée des déséquilibres ferait renaître une contrainte monétaire sur ce pays. Inversement, comme le laisse timidement présager l'évolution des carnets de commandes étrangères en Allemagne, le surcroît de demande britannique peut accroître les débouchés allemands et adoucir ou écourter la récession dans ce pays. L'Europe serait alors à même de s'engager plus rapidement non seulement vers une reprise mais aussi vers une meilleure synchronisation de ses économies.

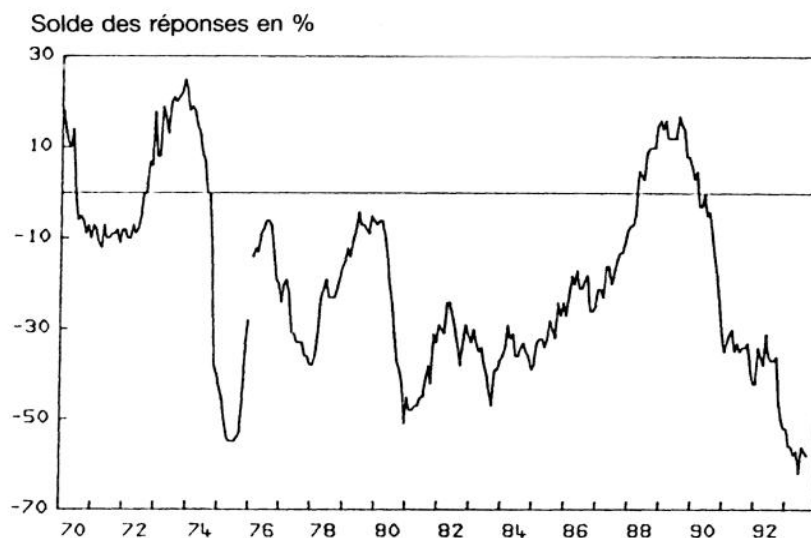
Le début de redressement des commandes allemandes vers l'étranger doit pourtant être regardé avec prudence. Il concerne le secteur des biens intermédiaires et des biens d'équipement, ce qui peut signifier une amorce de reprise chez certains partenaires commerciaux de l'Allemagne. Néanmoins ce redressement peut résulter pour partie d'un surcroît d'achats des Etats-Unis, stimulé par la revalorisation du dollar, d'autant qu'une augmentation des commandes de biens d'équipement paraît prématurée à ce stade du cycle européen. Ce point est évidemment important pour l'ensemble des économies européennes. La décrue des taux d'intérêt, telle qu'elle est envisagée en prévision, permet cependant d'espérer un déblocage progressif des dynamiques intérieures de chacun des pays de la CEE, bien que ces dernières demeurent contraintes par la rigueur généralisée des politiques salariales et parfois budgétaires. Aussi le commerce intra-européen, dont la dégradation paraît toucher son terme au milieu de l'année 1993 pourrait amorcer une reprise lente qui irait en s'accéléralant légèrement dans le courant de 1994. Ce déblocage progressif du commerce européen permettrait à la demande mondiale d'opérer un redressement entre la mi-1993 et la fin de 1994 (+ 2,2 % en 1993 et + 4,2 % en 1994). Les hypothèses de change qui sont retenues dans la prévision, c'est-à-dire une appréciation progressive et modérée du dollar par rapport à l'ensemble des monnaies européennes et une stabilisation relative des parités au sein du SME, sont de nature à stabiliser les parts de marché respectives des pays de l'OCDE. Seul le Japon devrait continuer à perdre des parts à l'exportation, du fait de la revalorisation de sa monnaie par rapport aux monnaies européennes, de la délocalisation d'une partie de sa production chez ses partenaires asiatiques et des entraves réglementaires qui limitent le volume de ses exportations vers l'OCDE.

En France, le creux du cycle n'est pas atteint

La France est en récession depuis l'automne 1992. Le recul d'activité fut surtout sensible à la charnière des années 1992 et 1993, et la production s'est stabilisée à bas niveau au deuxième trimestre et probablement au troisième. Les perspectives à très court terme restent défavorables : dans l'industrie, la demande continue de se replier alors que les stocks sont encore jugés excessifs ; dans le bâtiment, seul le rythme du recul s'est ralenti ; dans les services le chiffre d'affaires se tasse. Tout au plus peut-on noter que la demande de logements neufs a cessé de se dégrader.

Selon les enquêtes de conjoncture, le pessimisme des entreprises est aussi marqué que lors de la dépression de 1974-1975 : dans l'industrie, demande et perspectives d'activité sont aussi faibles (graphique 18) ; la capacité de production est jugée encore plus excédentaire qu'elle ne l'était à l'époque, alors que les taux d'utilisation sont tout de même plus élevés (graphiques 19 et 19 bis). Les comportements restrictifs en découlent.

18. Opinion des industriels sur les carnets de commande et la demande globale ⁽¹⁾



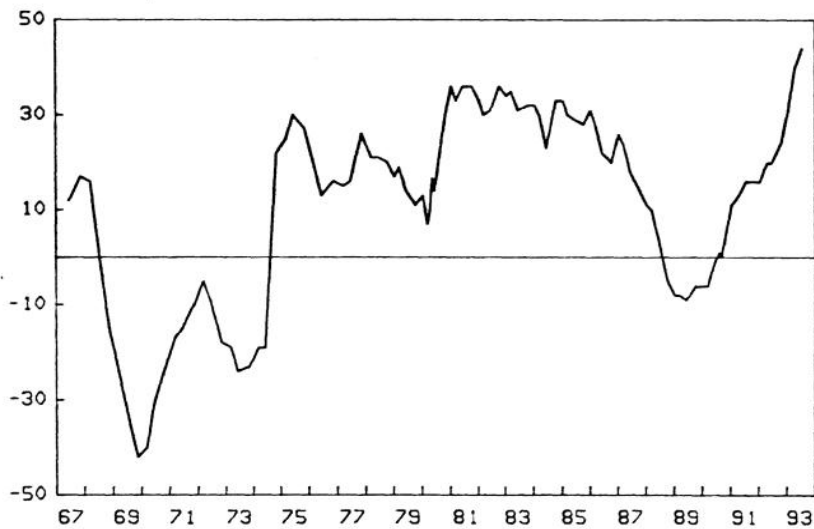
(1) Ecart entre les pourcentages d'industriels qui estiment leurs carnets « bien garnis » et « peu garnis » ; rupture de la série en janvier 1976

Source : INSEE.

Relativement aux autres pays européens, la dépression française est, en 1993, plus prononcée si on la compare à la moyenne des cinq principaux partenaires. La France s'est en revanche rapprochée de l'Allemagne dans le repli des carnets de commande et de la production industrielle ; tout se passe comme si le déclin de l'Allemagne avait entraîné celui de la France à partir de la fin de 1992.

Le creux du cycle est-il atteint ? Le palier de la mi-1993 augure-t-il d'une reprise dès la fin de l'année ? Ce n'est pas le schéma décrit dans

Solde des réponses en %

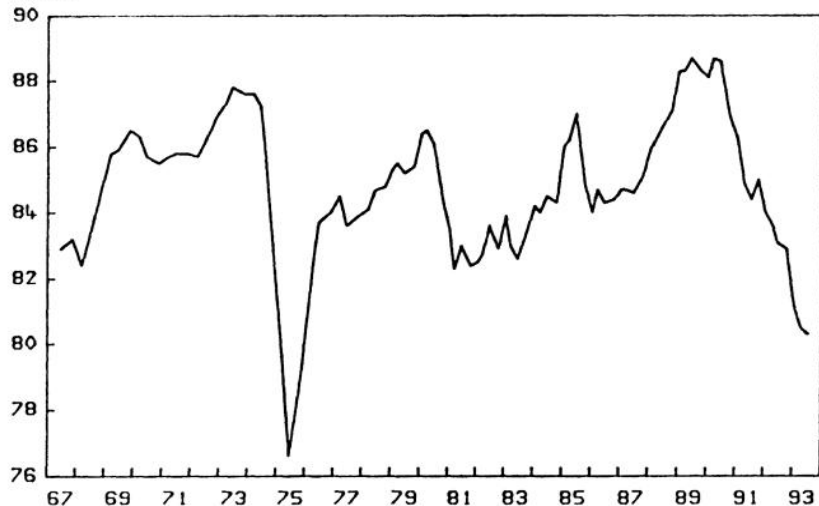


19. Opinion des industriels sur leur capacité de production ⁽¹⁾

(1) Ecart entre les pourcentages d'industriels qui estiment leur capacité de production « plus que suffisante » et « pas suffisante »

Source : INSEE.

En %



19 bis. Taux d'utilisation des capacités avec embauche dans l'industrie ⁽¹⁾

(1) $TU = 100 / (1 + APAE / 100)$
TU = taux d'utilisation des capacités ; APAE = pourcentage d'accroissement possible de production avec embauche

Source : INSEE.

cette prévision. Les revenus privés progressent peu ; la rétention des dépenses perdure tant que ménages et entreprises souhaitent ou sont contraints de se désendetter, tant que l'inversion entre les taux d'intérêt courts et les taux longs favorise les placements liquides et qu'elle révèle une perspective de baisse encore forte, mais non immédiate, des taux d'intérêt. L'atonie des achats renforce le repli d'activité et donc la constitution d'une épargne de précaution face aux risques de pertes d'emploi.

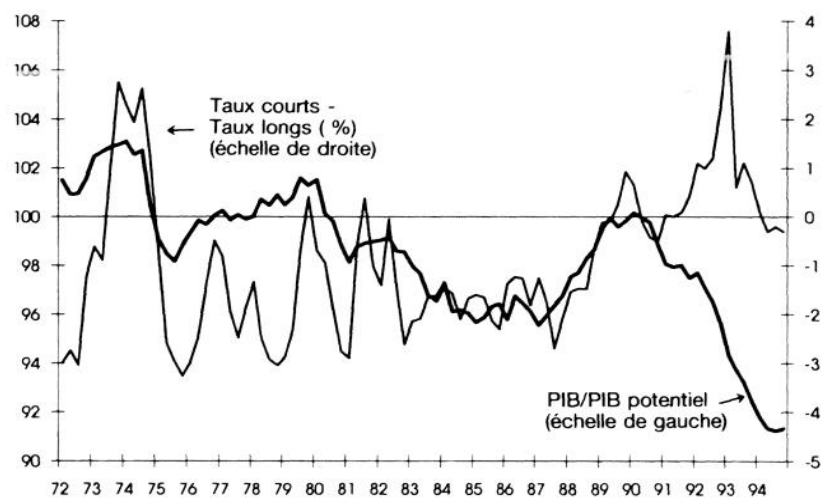
Une reprise n'interviendrait qu'au second semestre 1994, au rythme de 1,5 % l'an, mais en moyenne annuelle, c'est encore la stagnation qui

prévaudrait, car d'ici là joueront encore négativement la ponction sur les revenus des ménages et l'impact du creux allemand. Faible croissance de la consommation, recul de l'investissement des entreprises et contribution négative des stocks à la croissance contiendront la progression du produit intérieur. Au plan interne, en revanche, la composante publique de la demande (investissement et consommation) restera dynamique.

Forte croissance du chômage et gonflement de l'excédent commercial caractérisent les deux années 1993 et 1994. Ces deux tendances vont de pair : une faible activité est porteuse d'une réduction des importations. L'excédent de la balance courante qui en découle signifie que l'épargne privée excède largement la désépargne publique.

La gravité de la récession actuelle est inscrite dans l'évolution des taux d'intérêt. Aussi bien l'ampleur que la durée de l'inversion des taux sont exceptionnelles (graphique 20) ; elles induisent l'ampleur de la sous-utilisation du potentiel de production que nous avons inscrite en prévision. La résorption de l'écart entre taux courts et longs n'intervenant qu'à la mi-1994 selon notre hypothèse, l'activité restera très modérée au démarrage de la croissance.

20. Cycle de référence et différentiel entre taux courts et taux longs en France



Sources : Calculs OFCE d'après OCDE et sources nationales.

Politique économique : relance ou austérité ?

Le gouvernement mis en place après les élections de mars 1993 a affiché d'emblée deux objectifs pour sa politique économique : la réduction des déficits publics d'une part, la poursuite de la désinflation compétitive combinée avec la stabilité du franc par rapport au mark dans le cadre du SME, d'autre part. Toutefois, après la crise du SME en juillet et face à l'ampleur de la récession, il a été conduit à certaines inflexions. En 1994, la politique monétaire restera prudente, la baisse des taux d'intérêt devant suivre directement celle attendue en Allemagne, et le déficit public restera à un niveau élevé malgré un freinage

des dépenses de l'État et une augmentation des recettes issues des privatisations.

Depuis dix ans, compte tenu de la volonté de maintenir une parité fixe du franc dans le SME, la politique monétaire se cale sur celle de l'Allemagne. L'effort de rigueur, notamment en matière de finances publiques et de lutte contre l'inflation, se justifie par le souci d'assurer une réduction progressive de la prime de risque entre la France et l'Allemagne. Si le différentiel de taux a effectivement décru depuis son point haut de juin 1981 jusqu'à s'inverser en juin 1993, la récession a persuadé les opérateurs que la France pourrait s'émanciper vis-à-vis de l'Allemagne. De fait, après deux tentatives infructueuses en septembre 1992 et janvier 1993, la spéculation a obtenu, en juillet 1993, le décrochage du franc. La différence entre les taux à trois mois en France et en Allemagne était de 5,8 points en juin 1981, 2,7 points à la veille de la chute du Mur de Berlin, 1,4 point à la veille de la réunification allemande et de 0,3 point en faveur des taux français en juin 1993. Le décrochage a fait réapparaître une prime de risque de 1,1 point à l'été, aujourd'hui ramenée à un demi-point.

Après la crise du SME en juillet dernier et l'élargissement des bandes de fluctuation, la politique monétaire française semble maintenir la prééminence de l'objectif de change et dès lors l'étroite relation entre taux d'intérêts allemands et français. Comme l'année 1994 devrait être celle de la réduction des taux allemands et à nouveau d'un grignotage de la prime de risque, on peut espérer que le Pibor baissera régulièrement pour atteindre 5,4 % en moyenne trimestrielle à la fin de cette année-là. Parallèlement à cette baisse du taux court, les taux longs seront également orientés à la baisse par le faible taux d'inflation et la chute de l'investissement. L'inversion de la courbe de taux devrait persister jusqu'au printemps 1994, limitant la capacité d'intervention des banques et freinant la reprise. Le maintien de taux réels toujours très élevés, conduit à une certaine déflation monétaire : les éléments les plus liquides de la masse monétaire sont en recul (au printemps 1993, M1 et M2 sont inférieurs de 2 % à leur niveau du printemps 1992) et M3 tend à évoluer moins vite que les objectifs que la Banque de France s'était assignés en début d'année. Pour être significative, la reprise suppose une « reflation » de l'économie que seule une baisse importante des taux d'intérêts à court terme permettra.

La politique budgétaire a connu trois phases au cours des derniers mois. Dans un premier temps, le nouveau gouvernement a fait du retour vers l'équilibre des comptes publics une de ses priorités. Confronté à un déficit du budget de l'État deux fois plus important que celui qui avait été voté (330 milliards de francs au lieu de 165 milliards de francs) et à une dérive marquée de la situation de la Sécurité sociale, il a eu recours à une hausse des prélèvements par le biais de la CSG et de la TIPP. Par la suite, constatant que le recul d'activité allait être plus sensible que prévu, il a décidé d'apporter, par diverses réductions fiscales, des moyens financiers supplémentaires aux entreprises : entre le remboursement de la TVA, l'allègement des charges sociales et les dégrèvements de taxe professionnelle, le plan de soutien aux entreprises présenté dans le cadre du lancement de l'emprunt Balladur leur

aura fourni 61 milliards de francs, soit l'équivalent de 0,9 % du Pib et 9 % de leur épargne brute. Enfin, le projet de budget pour 1994 met l'accent sur la nécessité de relancer la consommation et accorde 19 milliards de baisse de l'impôt sur le revenu aux ménages, baisse qui sera toutefois inférieure de 6 milliards au montant supplémentaire de CSG qui sera prélevé en 1994, du fait de l'extension en année pleine de la hausse du 1^{er} juillet. L'impact macro-économique de l'ensemble de ces mesures sera probablement faible, l'effet restrictif des premières dispositions étant contre-balançé par l'effet de relance des décisions qui ont suivi.

L'Etat poursuit la politique de réduction des prélèvements. Les recettes fiscales attendues pour 1994 sont du même montant, en francs constants, que celles de 1983 alors que depuis, la richesse nationale s'est accrue en volume de 23 %. La baisse voulue des impôts, principalement la TVA et l'impôt sur les sociétés, et l'augmentation des prélèvements sur les recettes de l'Etat au profit des collectivités locales sont les causes majeures du creusement du déficit. En 1993, le déficit conjoncturel, c'est-à-dire celui né de la différence entre le Pib réel et le Pib potentiel, sera très voisin de 100 milliards, soit le tiers du déficit total de l'Etat (tableau 1). Pour redresser ses comptes, une fois la croissance revenue, il lui faudra engager une réflexion en profondeur sur les dépenses, qui augmentent, dans le projet de budget, de 1,1 %

1. Analyse du déficit budgétaire de 1993

En milliards de Francs

Montant du déficit avant collectif	330
Causes du déficit :	
Situation conjoncturelle stricto sensu	
Impact sur les recettes de la différence entre PIB réel et PIB potentiel en 1993.....	62
Charge de la dette née de la différence entre le PIB réel et PIB potentiel entre 1980 et 1993.....	29
Coût du chômage due à la différence entre le PIB réel et le PIB potentiel.....	10
Décisions gouvernementales concernant la fiscalité	
Différence de législation fiscale entre 1988 et 1993.....	86
dont TVA.....	40
Impôt sur les sociétés.....	31
Conséquences des réductions d'impôts de 1988 à 1993 sur la charge de la dette.....	17
Remboursement de la TVA avancée par les entreprises.....	11
Conséquences du Grand marché sur le mode de prélèvement de la TVA.....	7
Augmentation des versements de l'Etat aux collectivités locales au-delà du taux de croissance du PIB depuis 1988	
Conséquences de cette évolution sur la charge de la dette.....	6
Principales dépenses ayant évolué spontanément plus vite que le PIB depuis 1988	
Alourdissement à champ constant des charges de retraites.....	12
Autres.....	10
Sur-réaction de la fiscalité au ralentissement d'activité	28
Déficit résiduel	10

par rapport au collectif du printemps dernier mais de 5,2 % par rapport à la loi de finances initiale précédente ; réflexion aussi sur les ressources, d'autant plus que les privatisations, qui fourniront, en 1994, 53 milliards, ne sont que des recettes temporaires.

La Sécurité sociale connaît des problèmes analogues, puisqu'elle subit un déficit conjoncturel lié à la réduction des effectifs salariés qui assurent ses ressources, et un déficit structurel dû à une augmentation des dépenses sans cesse supérieure à celle du Pib : en 1993, les dépenses de santé auront cru de 7,8 % en valeur, soit plus de 5 % en volume.

En 1994, compte tenu de la croissance du Pib prévue dans cette chronique, le déficit de l'Etat devrait être de 320 milliards, celui des comptes sociaux de 40 milliards. Le besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques serait alors de 5,9 % du Pib.

La hausse des prix des services décélère

La hausse des prix serait de 2,1 % en glissement cette année et 1,9 % l'an prochain. Hors tabac, les hausses seraient respectivement de 1,7 et 1,9 %. La reprise de la croissance au second semestre 1994 est trop tardive pour se traduire par une accélération de la hausse des prix à l'horizon de cette prévision. Le plus manifeste est désormais la décélération des prix des services privés vers un rythme proche de 3 % l'an. En revanche, l'alimentation, dont la hausse avait été très faible en 1992 et au cours de la majeure partie de 1993, n'exercerait plus d'effet modérateur. L'inflation sous-jacente (hors tabac, énergie et alimentaire) passerait de 3 % en 1992 à 1,7 % en 1993 et 2 % en 1994.

La consommation par habitant se stabilisera

La consommation des ménages a reculé au début de l'année 1993 et les perspectives restent moroses ; les intentions d'achats de biens d'équipement et d'automobiles se contractent. Le regain de consommation durant l'été n'a concerné que les produits industriels, tandis que les achats de services se sont contractés.

Les perspectives des revenus ne permettent pas d'escompter un renversement de tendance. Dans le secteur privé, les hausses nominales des salaires individuels se maintiendront à un rythme à peine supérieur à 2,5 % l'an. Cela même peut paraître optimiste dans une conjoncture déprimée où bien des entreprises mettent en balance maintien de l'emploi ou des salaires individuels. La masse des salaires bruts réels, privés et publics, sera donc en repli deux années consécutives, à cause du recul des effectifs. L'alourdissement des cotisations amplifie pour les salaires nets le repli des salaires bruts. Le revenu disponible réel ne peut donc, dans ces conditions, que progresser très faiblement (tableau 2). Le pouvoir d'achat des prestations sociales s'élèvera, mais moins qu'à l'habitude en raison de la réduction des prestations individuelles.

2. Croissance du revenu réel des ménages

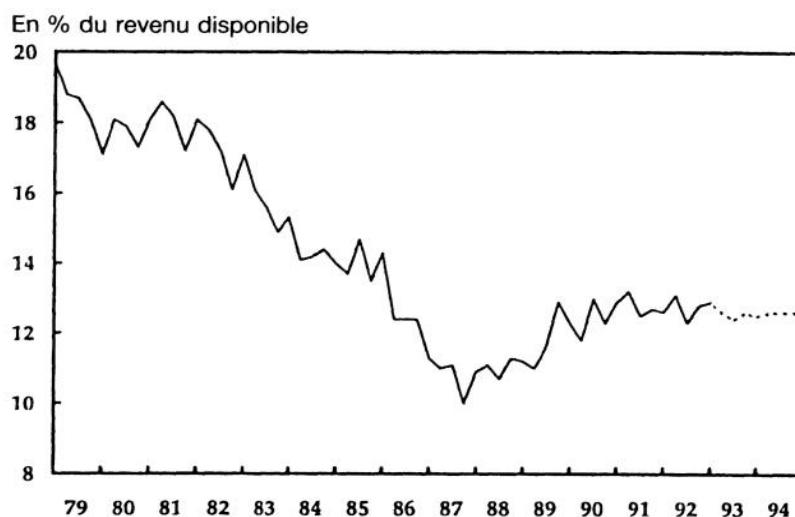
En %

	1992	1993	1994
Excédent brut d'exploitation	2,6	0	0,2
Salaires nets	0,3	-0,8	-0,6
<i>dont :</i>			
Salaires bruts	0,9	-0,4	-0,4
Cotisations	1,8	-0,1	-1,0
Prestations sociales	3,5	2,8	1,9
Revenus de la propriété et de l'entreprise (nets)	-9,2	4,0	6,9
Impôts sur le revenu et le patrimoine	0,7	5,2	4,5
Somme des prélèvements sociaux et fiscaux	1,5	1,3	0,4
Revenu disponible réel	1,5	0,3	0,3
Prix à la consommation	2,4	2,0	1,8
Prix hors tabac	2,3	1,6	1,7

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

L'atonie de la consommation résultera alors de l'incertitude dans laquelle se trouvent les ménages, car celle-ci est propice au maintien du taux d'épargne (graphique 21). L'incertitude sur les revenus à venir et la crainte du chômage incitent à l'épargne de précaution. L'encours des crédits à court terme des ménages diminue, d'où un effet restrictif supplémentaire sur la consommation. Les décalages passés entre le niveau de vie anticipé et le niveau de vie effectivement perçu ne font qu'accroître les incertitudes des ménages.

21. Taux d'épargne des ménages



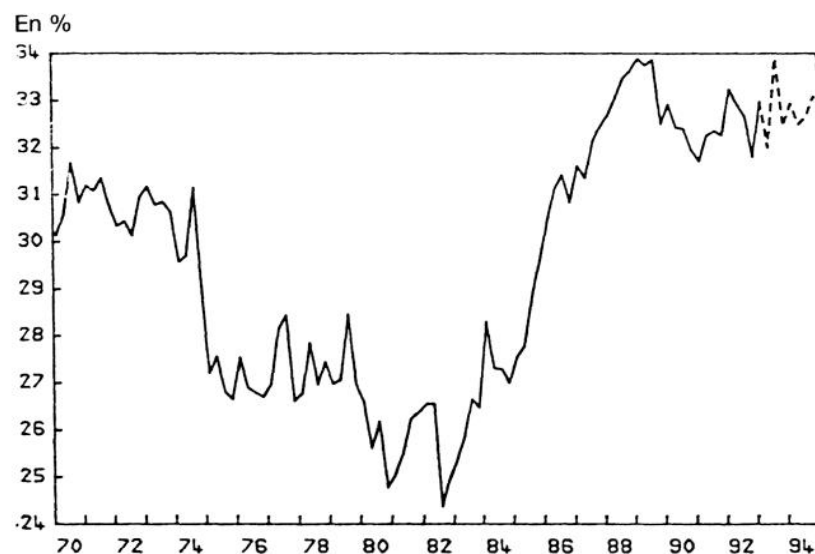
Sources : INSEE, prévisions OFCE.

L'investissement des entreprises restera faible en l'absence de regain de demande

Dans l'industrie, les capacités de production sont très faiblement sollicitées. Il faudra donc attendre que la demande finale s'élève à la fois sensiblement et durablement pour que les dépenses d'équipement soient accrues. Cela ne se produirait pas à l'horizon de cette prévision. Compte-tenu de l'inertie habituelle, un ralentissement progressif du stock de capital brut suppose un repli marqué du flux d'investissement. La baisse que nous avons prévue conduit à un recul cumulé de 34 % entre 1991 et 1994, après une croissance cumulée de 72 % entre 1985 et 1990 : elle n'a donc rien d'exceptionnelle et corrige en partie le surinvestissement de la fin des années quatre-vingt.

Les autres secteurs sont confrontés aux mêmes contraintes de capacités excessives. L'appréciation des résultats financiers continue de susciter débat : d'après les comptes nationaux, le taux de marge et le taux d'épargne des entreprises non financières ont peu fluctué depuis 1990. Mais le jugement porté par les entreprises industrielles s'est dégradé au point d'être aussi défavorable qu'en 1982-1983 et 1974-1975 (graphiques 22 et 23). Les comportements de dépenses en découlent. D'autant que le redressement des résultats d'exploitation anticipé par les entreprises pour 1992 ne s'étant pas produit, le pessimisme s'en trouve amplifié. Il est probable que les résultats d'exploitation inscrits dans les comptes nationaux soient surestimés en raison de prix surévalués : les entreprises sont en effet contraintes d'accorder des rabais importants et ces baisses de prix sont difficiles à mesurer (voir encadré 2).

La volonté de désendettement est manifeste à la lecture de l'envolée récente du taux d'autofinancement. Il ne s'agit plus seulement pour les entreprises d'autofinancer davantage leurs investissements, mais de

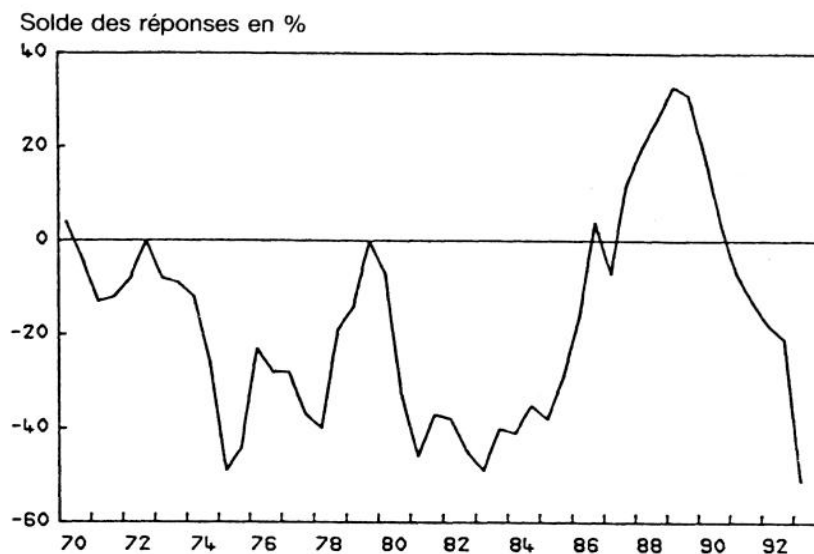


22. Taux de marge ⁽¹⁾ des sociétés

(1) Excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

23. Opinion des industriels sur leurs résultats d'exploitation ⁽¹⁾



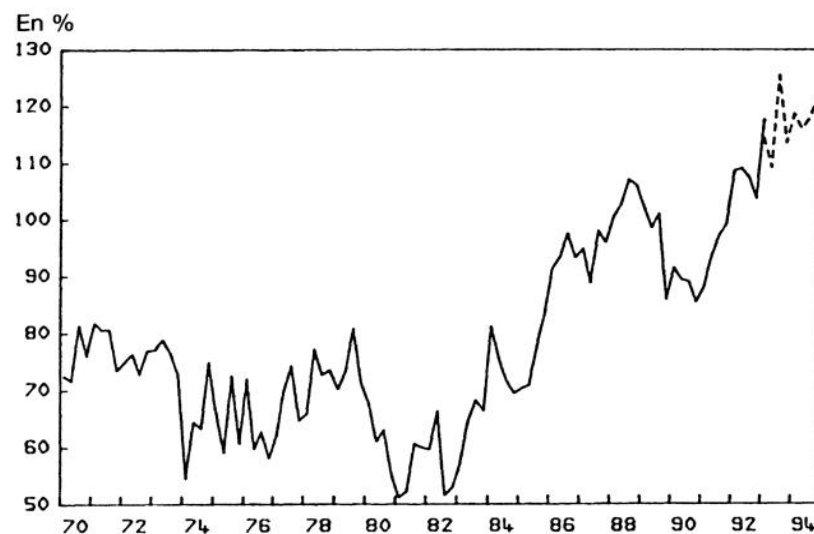
(1) Ecart entre les pourcentages d'industriels jugeant leurs résultats d'exploitation « satisfaisants » et « faibles ».

Source : INSEE.

dégager une capacité de financement et de rembourser les dettes passées. Le niveau élevé des taux d'intérêt les y a incitées et leur baisse récente semble s'être inégalement répercutée : selon les calculs effectués par la Banque de France, un point de baisse des taux courts et longs allégerait les frais financiers de 16 à 20 milliards de francs, soit 2 à 3 % de l'épargne des sociétés en 1992 et 0,5 point de leur taux d'épargne. Mais la baisse du coût du crédit que retranscrivent les statistiques de la Banque de France, semble peu perçue par les entreprises. Les banques paraissent en effet particulièrement « prudentes » dans l'attribution de crédits aux PME.

En attendant que la baisse des taux soit suffisante pour alléger sensiblement les frais financiers et surtout amorcer un regain de

24. Taux d'auto-financement ⁽¹⁾ des sociétés



(1) Epargne brute/investissement.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

2. La situation financière des entreprises

La situation financière des entreprises, appréhendée sous l'angle des résultats d'exploitation, apparaît dans cette prévision particulièrement favorable. Les ratios représentatifs du compte figurent toujours parmi les meilleurs des vingt dernières années et, malgré leur déclin consécutif à l'entrée en récession de l'économie française fin 1992, restent comparables à ceux de la « période faste » 1988-1989.

Cette vision fournie par les comptes trimestriels, particulièrement optimiste, peut cependant être tempérée. D'un côté, l'évolution des prix est peut être mal cernée en 1992. L'intensification de la concurrence dans le climat récessionniste apparu à la rentrée 1992 a suscité des comportements de modération de prix, probablement mal saisis statistiquement, et qui iraient au-delà de ce que décrivent les comptes. Il en résulterait une surestimation de l'évolution du prix de la valeur ajoutée, et donc une majoration de la ressource des sociétés, faisant apparaître in fine des résultats d'exploitation en décalage avec l'opinion des chefs d'entreprise. Une illustration en est fournie par la dernière enquête sur les trésoreries dans l'industrie, qui révèle une très forte chute des résultats d'exploitation déclarés au premier semestre 1993.

D'un autre côté, les mesures gouvernementales renforcent les soldes d'exploitation dans un contexte de rechute de l'activité à la charnière de 1993 et 1994. Le gouvernement Balladur a mis en place un dispositif en faveur des entreprises. Dès février, le gouvernement Bérégovoy, sensible aux demandes du patronat liées aux coûts induits par le niveau des taux d'intérêt imposé par la défense du franc, avait admis le principe de la révision des modalités de reversement par l'Etat de la TVA aux entreprises. Le gouvernement Balladur a repris cette idée et en modifiant les critères de façon à la rendre plus favorable aux PME, l'a étendue dans son montant et l'a complétée de diverses exonérations, portant à 61 milliards les disponibilités accordées aux entreprises en 1993 (tableau E2).

L'essentiel de ces mesures sont des mesures de trésorerie et 6 milliards seulement se reproduiront les années suivantes. Si, en 1994, une

E2. Mesures gouvernementales en faveur des entreprises

En milliards de francs

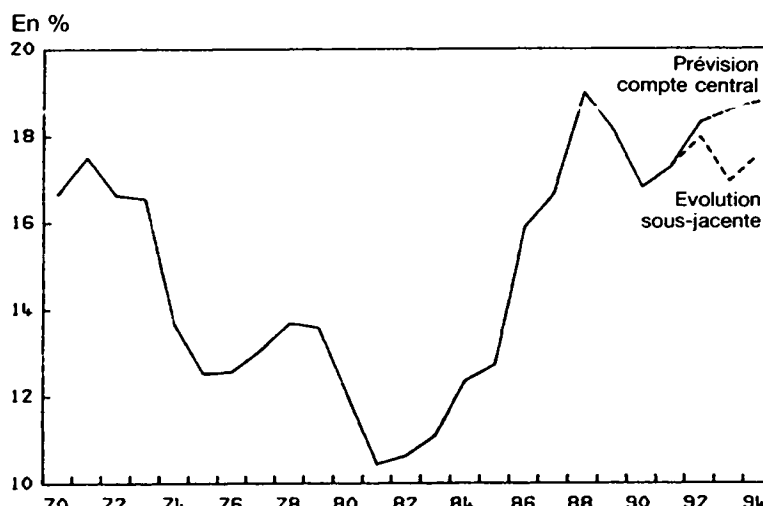
Suppression du décalage de un mois dans le remboursement de la TVA	46
Remboursement par anticipation du plafonnement de la taxe professionnelle à 3% de la valeur ajoutée de l'année	9
Prise en charge des cotisations d'allocations familiales par l'Etat	4
Déductions fiscales pour les investissements dans les DOM	1,5
Divers (y compris mesures en faveur de l'apprentissage)	0,5

autre tranche de remboursement de TVA fournira de nouveau un complément de trésorerie, il n'en reste pas moins que l'impact de ces décisions sera limité dans le temps.

Il est possible de se forger une idée de la situation financière sous-jacente des entreprises au moyen du cadre comptable utilisé dans la prévision, en retenant une hypothèse d'évolution du prix de la valeur ajoutée moins favorable en 1992 et en éliminant l'effet des mesures en faveur des entreprises. La hausse du prix de la valeur ajoutée, de 2,1 % en 1992 selon les comptes, a été ramenée dans cette variante à 1,5 % pour tenir compte d'une évolution plus lente, son ralentissement étant supposé se poursuivre en 1993 jusqu'à 1 % (contre 1,5 % retenu dans le compte central).

En 1992, la variante prix conduit à minorer le taux d'épargne de presque 0,4 point en moyenne annuelle (graphique E2). En 1993, l'accroissement du ralentissement des prix de la valeur ajoutée, ainsi que l'élimination de l'effet des mesures gouvernementales, laissent entrevoir une évolution sous-jacente nettement plus défavorable (baisse du taux d'épargne de 1 point) que celle révélée par le compte central (hausse de 0,3 point). Finalement, à l'horizon de la prévision, le taux d'épargne serait inférieur de 1,2 point à ce que produit le compte central.

E2. Taux d'épargne ⁽¹⁾ des sociétés



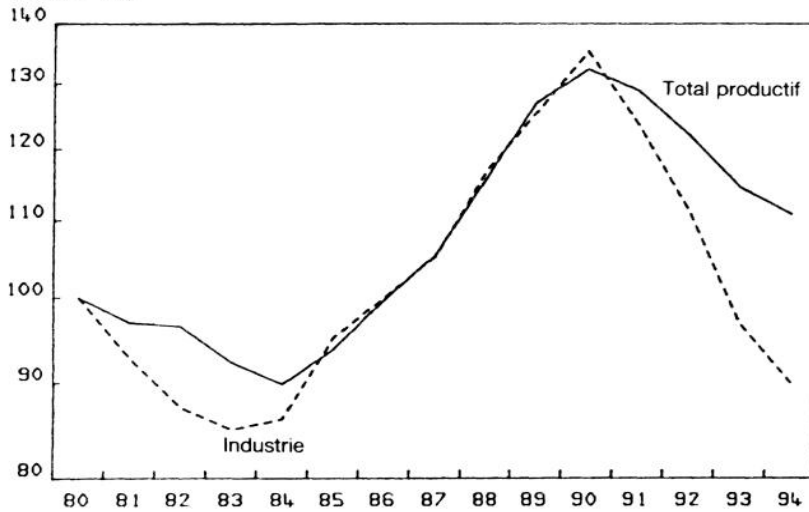
(1) Epargne brute/valeur ajoutée, en moyenne annuelle.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

demande finale et réorienter des placements financiers vers les dépenses, les aides dont bénéficient les entreprises continueront d'alimenter leurs trésoreries et le taux d'autofinancement s'élèvera encore (graphique 24).

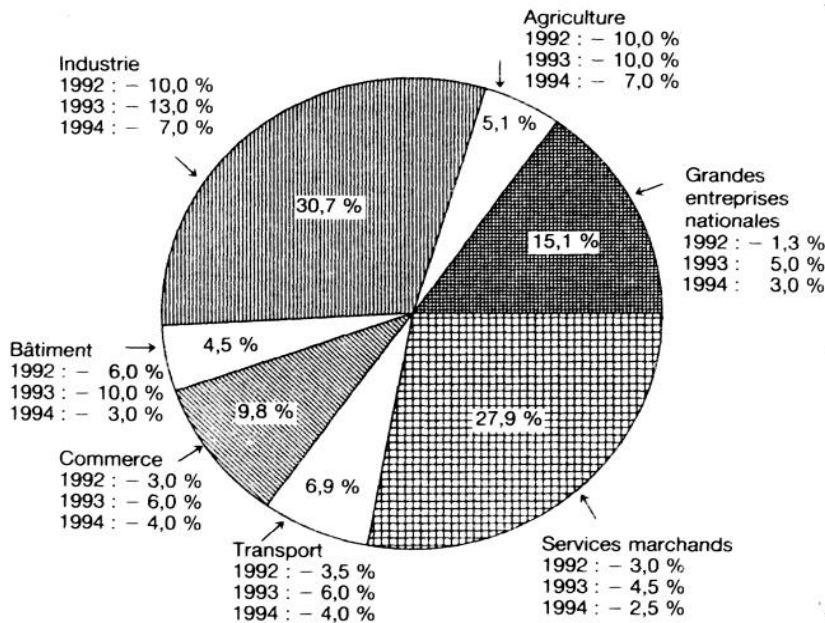
En 1993 et 1994, seules les Grandes Entreprises Nationales accroîtront leurs investissements (graphiques 25 et 26).

1980 = 100



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

25. Volume d'investissement des entreprises aux prix de 1980



26. Investissement productif des entreprises en volume

Ensemble des entreprises
1991 : - 2,6 %
1992 : - 5,4 %
1993 : - 6,2 %
1994 : - 3,2 %

Les pourcentages situés à l'intérieur du diagramme indiquent la part de chaque secteur dans l'investissement total en 1991

Les pourcentages situés à l'extérieur du diagramme indiquent les évolutions en francs constants

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

L'excédent des échanges extérieurs s'amplifiera encore

L'excédent des échanges extérieurs pourrait atteindre cette année 65 milliards de francs et 75 milliards l'an prochain, soient des améliorations de 35 puis 10 milliards de francs. C'est une performance caractéristique des périodes de récession. Le taux de couverture des échanges de marchandises égalait en 1992 celui de 1975, pour la première fois. Il pourrait en 1993 et 1994 lui être supérieur.

Cependant, ces prévisions doivent plus que jamais être considérées comme des ordres de grandeur, car à l'incertitude des prévisions s'ajoute celle des statistiques (voir encadré 3).

3. Les incertitudes des statistiques du commerce extérieur

La mise en place d'INTRASTAT pour les statistiques intra-communautaires à partir du 1^{er} janvier 1993 a plusieurs effets néfastes :

— retarder les publications : pour la France par exemple, à la fin du mois de septembre 1993, on ne connaissait que les résultats de mai pour les chiffres en valeur ; et les partages volumes-prix ne sont plus publiés ;

— introduire une rupture de série au début de 1993, le changement de mode de saisie des données conduisant à réduire fortement les niveaux d'importations et d'exportations. Les pourcentages de variations constatés n'ont donc pas de sens. Leur correction est nécessaire, mais difficile, car rien ne permet de penser qu'importations et exportations sont sous-estimées dans les mêmes proportions.

— accroître l'ampleur des corrections successives des mois précédents. Par exemple, la première estimation, en juillet, du premier trimestre 1993 indiquait un recul de 11,7 % des importations en valeur et de 8,6 % des exportations. L'estimation de septembre pour la même période ramenait les reculs à 9,3 et 7,1 %, soient des révisions de 2,4 et 1,5 points respectivement. Il semble donc que les importations soient particulièrement sous-estimées ;

— s'interroger sur la fiabilité de certains résultats. La plupart des pays ne publient pas les flux d'échanges intra-communautaires ; ceux qui s'y risquent se trouvent confrontés à de grandes incohérences. Par exemple, au premier trimestre, les importations françaises en provenance d'Espagne ont reculé de 19 %, mais les exportations espagnoles vers la France ont augmenté de 44 %. Les exportations françaises vers l'Espagne ont reculé de 6 % mais les importations espagnoles en provenance de France se sont accrues de 16 %.

Les comptes nationaux de l'INSEE évaluent le premier trimestre 1993 à partir des statistiques douanières, en se fondant aussi sur d'autres indicateurs. Les baisses d'importations et d'exportations apparaissent cependant excessives au regard des demandes intérieures. Nous avons donc corrigé cette évaluation.

Seules les évolutions qualitatives méritent donc d'être discutées. L'amélioration du solde concerne surtout l'industrie et dans une moindre mesure l'énergie, tandis que l'excédent agro-alimentaire devrait être réduit (tableau 3). La réforme de la PAC, qui modifie les prix d'exportation et accroît le gel des terres, et l'état estimé des récoltes mondiales de céréales y contribueront. Les pays importateurs, tels la Chine et l'URSS, ont des récoltes bien meilleures qu'à l'habitude. La hausse de la production mondiale qui en découle va de pair avec un recul de la production américaine, à cause des intempéries, et de la production européenne, en particulier française. Baisse des volumes exportés et des prix se combineront donc pour réduire l'excédent agro-alimentaire.

3. Soldes extérieurs

Milliards de francs courants

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
					Prévision	Prévision
Agro-alimentaire Energie	48,1 - 83,3	51,1 - 93,0	44,4 - 94,8	53,8 - 79,5	44 - 73	38 - 73
Produits manufacturés : - y compris matériel militaire	- 51,0	- 54,7	- 31,8	6,6	45	60
- hors matériel militaire	- 78,4	- 83,0	- 46,5	- 9,8	25	30
Solde FAB/CAF	- 86,4	- 96,4	- 82,1	- 19,5	16	25
Solde FAB/FAB (1)	- 43,9	- 49,6	- 30,2	31,1	65	75

(1) Les importations FAB sont inférieures aux importations CAF de 3,5 % en 1989 ; 3,7 % en 1990 ; 4 % en 1991 ; 4,2 % en 1992, 1993 et 1994.

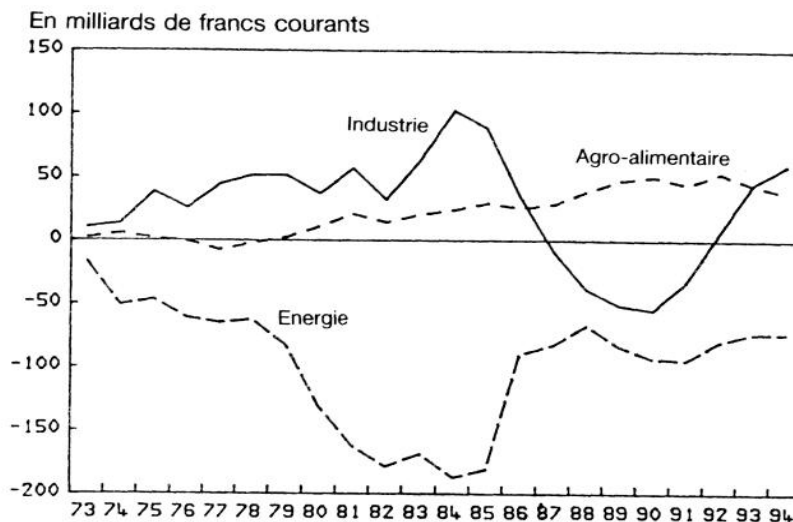
Sources : Douanes, INSEE, prévisions OFCE.

La facture énergétique pourrait être un peu réduite cette année grâce au repli du prix du pétrole brut importé et au reflux de la consommation intérieure d'énergie et donc des volumes importés. La stabilisation du prix du pétrole anticipée dans cette prévision induirait celle de la facture globale malgré la légère hausse du dollar.

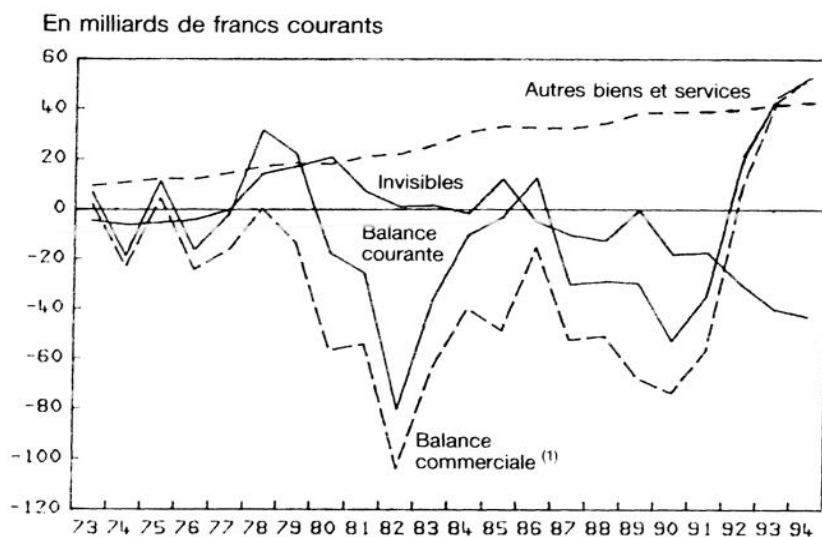
L'amélioration la plus spectaculaire concerne les produits manufacturés (graphique 27). L'excédent s'amplifie dès 1993 car le repli des importations est bien supérieur à celui des exportations. Taux de couverture en volume et termes de l'échange s'améliorent tous deux en 1993 et 1994. A l'exportation, il est peu probable cependant que les gains de parts de marché, acquis en 1992, puissent être préservés. Jusqu'à l'été dernier, parmi les pays européens, seuls l'Italie et le Royaume-Uni ne constataient pas de dégradation de leurs carnets de commande étrangers par rapport à la fin de 1992. Or la dépréciation du franc dans le SME, à l'été 1993, ne ramène pas les parités de la lire et de la livre à leur niveau d'avant l'automne 1992 ; en France, l'opinion sur les carnets étrangers reste très dégradée.

Les opérations exceptionnelles ne devraient pas dynamiser les exportations : les ventes d'Airbus seront inférieures en 1993 à celles de 1992 (120 au lieu de 150) et le repli devrait se poursuivre en 1994, à cause des nombreuses annulations de commandes. Quant à l'armement, le regain des commandes obtenues en 1992 et 1993 grâce aux contrats passés avec Taïwan et les Emirats Arabes Unis, ne devraient déboucher sur un regain de livraisons qu'à partir de la fin de 1994.

27. Soldes commerciaux par produits (CAF/FAB)



28. Balance courante



L'amélioration du solde industriel vient donc, pour l'essentiel, de l'atonie des importations. L'excédent des paiements courants pourrait presque atteindre 50 milliards de francs cette année et les dépasser l'an prochain. L'amélioration est cependant moindre que celle des échanges de marchandises car l'excédent des services se contracte et le déficit des transferts publics se creuse (graphique 28).

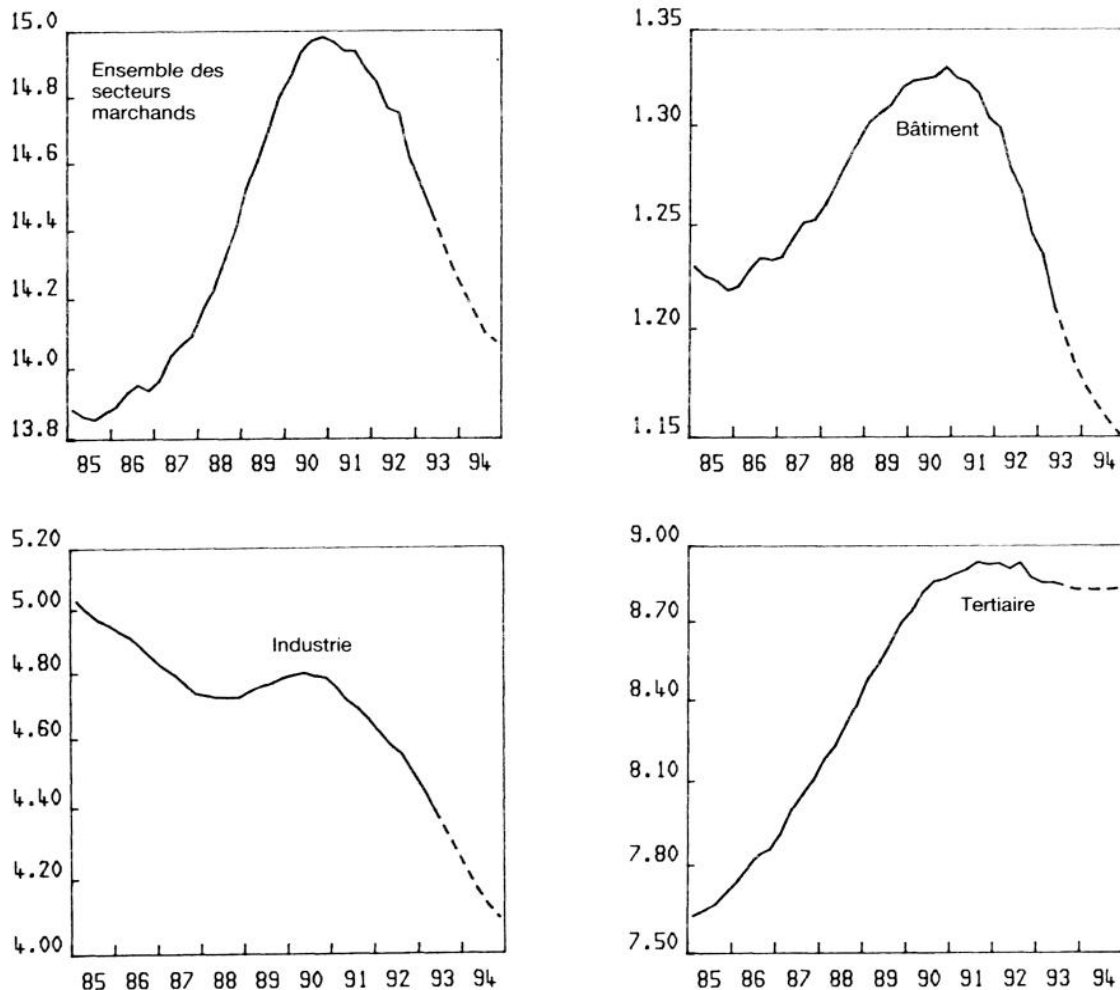
Le recul de l'emploi perdue

Le recul de l'emploi s'est encore amplifié au premier semestre 1993. Tous les secteurs, y compris le tertiaire, compriment leurs effectifs (graphique 29). Dans l'industrie, le rythme annuel de - 5 % est désormais atteint, soit une évolution encore plus défavorable que lors des

restructurations des années quatre-vingt. Le redressement de la productivité qui en résulte au deuxième trimestre ne suffit pourtant pas à compenser le creux sensible à la charnière de 1992 et 1993. C'est dire que les suppressions vont se poursuivre au moins jusqu'à la fin de 1994, en sorte de permettre un redressement de la productivité. Rien ne laisse attendre que les entreprises adoptent dans la conjoncture actuelle un comportement atypique conduisant à un cycle de la productivité moins marqué (graphiques 30 et 31).

En 1991 et 1992, 290 000 emplois industriels avaient été supprimés ; en 1993 et 1994 les suppressions atteindraient 400 000. En comparaison, lors de la reprise de la fin des années quatre-vingts, 60 000 emplois seulement avaient été créés (graphique 32). Avec le repli des effectifs dans le bâtiment, l'emploi total continuera de se contracter, même si s'interrompent rapidement les suppressions d'emplois dans le tertiaire.

29. Emploi salarié ⁽¹⁾ (millions, cvs)



(1) En fin de trimestre.

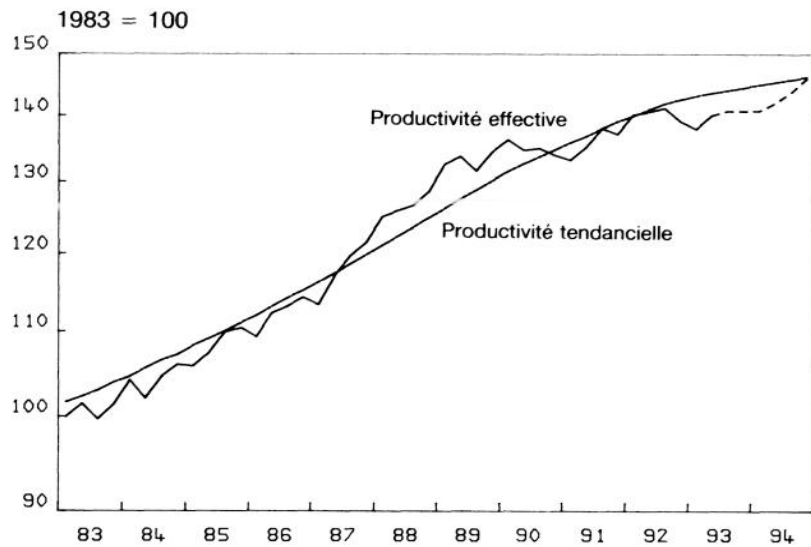
Sources : Ministère du travail, prévisions OFCE.

30. Productivité dans l'industrie manufacturière (1)



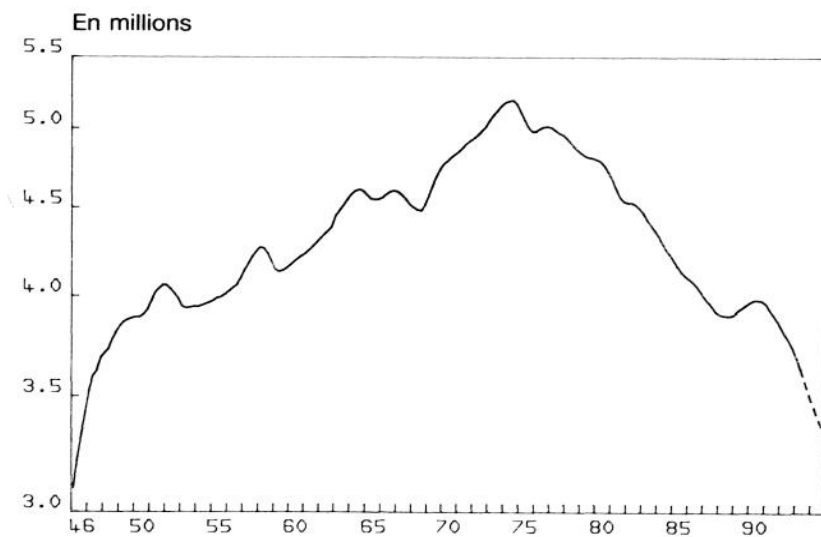
(1) Production par tête
Sources : INSEE, prévisions OFCE.

31. Cycle de productivité dans l'industrie manufacturière



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

32. Emploi salarié dans l'industrie manufacturière



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

La montée potentielle du chômage est donc alarmante. Nous avons pourtant supposé que la politique de l'emploi resterait cette année aussi intense qu'en 1992 alors qu'au printemps dernier l'incertitude pesait encore sur l'ampleur des stages financés. Le chômage atteindrait 3,4 millions à la fin de 1993 et 3,7 millions à la fin de 1994, soit 12,4 et 13,6 % de la population active. Cela suppose pourtant que l'accroissement de la population active soit nettement ralenti ; c'est-à-dire qu'il soit inférieur au potentiel démographique (tableau 4).

4 . Emploi et chômage en fin d'année

	Niveau fin 1991	Variation 1992		Variation 1993		Variation 1994	
		%	Milliers	%	Milliers	%	Milliers
Effectifs							
Secteurs marchands non agricoles, dont :	14 885	- 1,8	-275	- 2,3	- 330	- 1,5	- 205
• Industrie	4 655	- 3,4	-160	- 4,9	-220	- 4,2	-180
• Bâtiment	1 305	- 4,5	- 60	- 5,0	- 65	- 2,6	- 30
• Tertiaire	8 925	- 0,6	- 55	- 0,5	- 45	0,1	5
Autres secteurs ⁽¹⁾	7 260	- 0,9	- 65	- 0,7	- 50	- 0,6	- 40
Emploi total	22 145	- 1,5	-340	- 1,7	-380	- 1,2	-245
Population active							
• potentielle ⁽³⁾	25 000(2)	—	150/180	—	150/180	—	150/180
• prévue ⁽⁴⁾		—	70	—	20	—	55
Politique de l'emploi	—	—	260	—	0	—	0
Chômage		Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation
• milliers	2 839	2 989	149	3 400	400	3 700	300
• Taux de chômage (sens B.I.T., %)	9,9	10,8	—	12,4	—	13,6	—

(1) Hors Contrats Emploi-Solidarité

(2) Sens B.I.T.

(3) Estimations INSEE et OFCE (Département d'économétrie)

(4) L'évolution prévue de la population active est, dans cette prévision, très inférieure à son potentiel : les pertes d'emplois se traduisent pour une part non négligeable en des sorties directes de population active, et la dégradation du marché du travail réduit le nombre des nouvelles arrivées.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

L'inflation maîtrisée et l'excédent des comptes extérieurs donnent aujourd'hui la possibilité de s'attaquer en priorité au problème de l'emploi. La contrainte intérieure (endiguer la montée du chômage) se substituera-t-elle enfin aux autres dans la conduite de la politique économique ? C'est à l'examen des solutions apportées que se mesure la force de l'économie française.

Achévé de rédiger le 6 octobre 1993.

I. Principales hypothèses d'environnement international et résumé des prévisions

	Trimestres												Années		
	1992				1993				1994				1992	1993	1994
	T 1	T 2	T 3	T 4	T 1	T 2	T 3	T 4	T 1	T 2	T 3	T 4			
Prix du pétrole, niveau en dollars ^(a)	17,9	20,0	20,2	19,2	18,2	18,3	16,5	17,0	17,5	16,5	16,5	17,5	19,3	17,5	17,0
Taux de change ^(a) 1 \$ = ... DM 1 \$ = ... Yen 1 £ = ... DM	1,62 129 2,87	1,62 130 2,92	1,46 125 2,79	1,55 123 2,44	1,63 121 2,41	1,62 110 2,48	1,68 105 2,53	1,58 105 2,55	1,62 105 2,60	1,70 105 2,65	1,80 105 2,65	1,75 105 2,65	1,56 127 2,75	1,63 110 2,49	1,72 105 2,64
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, % ^(a) Etats-Unis Japon Allemagne	3,9 4,9 9,6	3,7 4,5 9,8	3,1 3,7 9,7	3,1 3,4 9,0	3,0 3,0 8,3	3,0 3,0 7,7	3,0 2,5 6,7	3,0 2,5 6,1	3,0 2,5 5,7	3,5 2,5 5,2	3,5 2,5 5,2	3,5 2,5 5,2	3,5 3,5 9,5	3,0 2,75 7,2	3,4 2,5 5,3
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % ^(a) Etats-Unis Japon Allemagne	7,8 5,5 8,1	7,9 5,6 8,3	7,4 5,2 8,2	7,5 4,9 7,3	7,1 4,4 6,7	6,9 4,6 6,6	6,3 4,5 6,2	5,8 4,5 6,0	5,5 4,3 5,7	5,7 4,5 5,5	5,9 4,5 5,5	5,9 4,5 5,5	7,7 5,3 8,6	6,5 4,5 6,4	5,8 4,5 5,5
Prix à la consommation ^(b) Etats-Unis Japon Allemagne de l'Ouest	3,4 0,8 3,2	3,1 2,4 4,3	2,6 -0,5 2,9	2,8 1,9 4,5	3,5 2,2 5,7	2,6 0,7 3,6	1,2 2,5 2,4	3,0 1,0 2,0	3,0 1,2 4,0	3,0 1,2 2,4	3,0 1,2 2,4	3,0 1,5 2,0	3,0 1,7 4,0	2,9 1,4 4,0	2,8 1,4 2,8

	Trimestres												Années		
	1992				1993				1994				1992	1993	1994
	T 1	T 2	T 3	T 4	T 1	T 2	T 3	T 4	T 1	T 2	T 3	T 4			
Cours des matières premières industrielles en \$ ^(c)	- 2,0	2,7	4,3	- 9,6	- 5,2	- 4,5	- 3,8	- 1,5	- 1,0	- 1,0	+ 2,0	+ 3,0	- 4,6	- 14,7	- 4,1
Importations de produits manufacturés en volume cvs ^(c)															
Europe de l'Est	- 4,3		14,1		- 1,5		4,8		5,1		5,1		6,7	7,5	10,3
OCDE	2,1		0,6		- 0,2		1,0		1,8		2,1		3,7	0,6	3,4
PVD	3,5		1,4		5,1		3,6		3,4		3,0		8,3	7,8	6,8
Total monde	2,2		1,0		0,8		1,6		2,2		2,3		4,5	2,2	4,2
Total monde dans l'optique France	3,1		- 0,7		- 0,3		1,4		1,9		2,1		4,0	0,1	3,7
Solde des balances courantes, cvs, en milliards de \$,															
Etats-Unis	- 25		- 38		- 42		- 44		- 47		- 47		- 63	- 86	- 94
Japon	56		62		71		74		71		68		118	145	139
Allemagne Unie	- 12		- 14		- 14		- 13		- 10		- 6		- 26	- 27	- 16

(a) Moyenne sur la période

(b) Période / période précédente, cvs, rythme annuel, en %

(c) Période / période précédente, en %

Sources : Pétrole et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois (Bons du Trésor aux Etats-Unis, Gensaki au Japon). Taux longs : Bons du Trésor à 30 ans aux Etats-Unis, obligations du secteur public en Allemagne et au Japon. Matières premières : indice de Hambourg. Importations mondiales : calculs OFCE à partir OCDE (série A) et sources nationales. Inflation et balances courantes : sources nationales. Prévisions : OFCE.

II. Etats-Unis

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1987)	Niveau en 1992	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : milliards de dollars de 1987	1991		1992		1993		1994		1991	1992	1993	1994
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	3 341,8	- 0,8	0,5	1,3	1,9	1,3	1,1	1,1	1,1	- 0,4	2,6	2,8	2,2
Consommation publique	945,2	1,6	- 0,9	0	0,7	- 1,3	1,0	0,4	0,8	1,5	- 0,1	- 0,4	1,4
FBCF totale	726,4	- 6,1	0,1	3,8	4,4	5,2	3,1	2,6	1,5	- 7,7	6,2	9,2	4,9
dont : Logement	197,2	- 10,2	6,7	9,1	6,5	2,8	0,2	1,4	1,4	- 12,8	16,3	6,2	2,2
Hors logement	529,2	- 4,8	- 2,0	2,0	3,7	6,2	4,1	3,0	1,6	- 5,9	2,9	10,3	5,9
Exportations de biens et services	578,0	3,2	4,6	2,7	2,6	1,0	2,1	2,4	2,2	6,4	6,4	3,4	4,6
Importations de biens et services	611,6	- 2,7	5,0	3,6	4,8	5,1	3,8	3,3	2,3	- 0,5	8,7	9,6	6,4
Variations des stocks en milliards de dollars de 1987	6,5	- 10,0	1,6	1,9	4,6	10,8	7,5	6,0	5,0	- 8,4	6,5	18,3	11,0
PIB	4 986,3	- 0,8	0,6	1,3	1,9	1,1	1,1	1,0	1,1	- 0,7	2,6	2,6	2,1
Prix à la consommation		1,8	1,4	1,4	1,6	1,6	1,1	1,5	1,5	1,5	3,0	2,9	2,8
Solde courant en % du PIB		0,5	- 0,6	- 0,8	- 1,3	- 1,4	- 1,4	- 1,5	- 1,5	- 0,1	- 1,1	- 1,4	- 1,5

(*) A l'exception des lignes « variations des stocks » et « solde courant »

Sources : Département du commerce américain et prévisions OFCE.

III. Allemagne de l'Ouest

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1985)	Niveau en 1991	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent ^(*)											
	Unité : milliards de DM 1985	1991		1992		1993		1994		1991	1992	1993	1994
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	1 274,6	3,1	-1,3	1,4	0,3	-0,6	-0,8	-0,6	0	3,6	0,8	-0,9	-1,1
Consommation publique	393,6	-0,1	1,5	1,9	-0,4	-1,3	-0,9	0,7	1,0	0,5	2,5	-2,0	0,7
FBCF totale	486,9	6,2	-1,2	3,4	-4,1	-2,6	-4,0	0,1	0,8	6,6	0,7	-6,6	-1,0
dont : Equipement	240,7	6,9	-1,9	0,4	-6,2	-9,9	-6,4	-1,8	1,7	9,0	-3,6	-15,6	-4,2
Bâtiment	246,2	5,6	-0,5	6,4	-2,2	3,8	-2,1	1,6	1,9	4,3	4,9	1,5	1,4
Exportations de biens et services	967,2	4,6	4,0	-0,1	0,9	-4,3	0,7	1,3	1,9	12,6	2,3	-3,5	2,7
Importations de biens et services	888,1	6,2	2,2	2,6	0,9	-3,7	-0,6	0,9	0,9	12,1	4,2	-3,5	1,0
Variations des stocks et erreurs en milliards de DM 1985	-3,4	-0,8	-2,6	2,4	-3,2	-3,7	-0,5	-3,5	1,5	-3,4	-0,8	-4,2	-2,0
PNB	2 230,8	2,2	-0,1	1,2	-1,3	-1,6	-1,1	-0,3	1,8	3,6	0,5	-2,5	0,1
PIB	2 213,6	2,2	0,3	1,4	-0,9	-1,6	-0,8	-0,2	1,5	3,8	1,1	-2,4	0,1
Prix à la consommation		1,4	2,6	1,7	1,8	2,4	1,3	1,5	1,1	3,5	4,0	4,0	2,8
Solde courant en % du PNB ⁽¹⁾		-1,4	-1,0	-1,4	-1,5	-1,6	-1,5	-1,2	-0,7	-1,2	-1,4	-1,5	-0,9

(*) A l'exception des lignes « variations des stocks » et « solde courant »

(1) Pour l'Allemagne unie à partir du deuxième semestre 1990

Sources : Bundesbank, DIW, prévisions OFCE.

IV. Japon

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1985)	Niveau en 1992	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent ^(*)											
	Unité : milliards de yens de 1985	1991		1992		1993		1994		1991	1992	1993	1994
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	237 080,6	0,8	1,7	0,9	0,1	0,6	0	0,9	1,6	2,2	1,8	0,6	1,8
Consommation publique	34 699,6	1,4	- 0,8	2,2	1,1	1,2	1,2	0,9	1,0	1,7	2,4	2,3	2,0
FBCF totale	138 643,5	1,8	- 1,3	0,7	- 2,3	- 0,2	1,1	0,6	0,7	3,1	- 1,1	- 0,9	1,5
dont : Logement	20 793,5	- 5,9	- 8,8	- 1,4	0,4	- 2,6	2,9	0,9	1,0	- 8,4	- 5,7	- 1,0	2,9
Privée productive	90 812,3	3,3	- 0,3	- 1,7	- 4,5	- 3,8	- 1,8	- 0,9	- 0,7	5,8	- 4,0	- 7,4	- 3,4
Publique	27 036,7	3,7	1,5	9,9	2,4	11,4	9,8	4,5	4,0	4,2	12,1	18,2	11,6
Exportations de biens et services	58 033,7	1,5	4,2	1,7	2,2	1,0	1,2	1,3	1,4	4,8	4,9	2,8	2,6
Importations de biens et services	56 901,0	- 4,5	1,9	- 0,9	0,2	0,8	- 0,1	1,5	2,3	- 4,5	0,1	0,9	2,6
Variation des stocks en milliards de yens de 1985	3 640,0	3 224	4 057	3 626	1 846	1 822	2 300	2 000	2 400	3 640	2 736	2 061	2 200
PIB	415 196,4	2,2	1,0	1,2	- 0,8	0,4	0,8	0,7	1,2	4,1	1,3	0,5	1,6
Prix à la consommation		1,9	1,0	1,1	0,3	0,7	0,8	0,6	0,6	3,3	1,7	1,4	1,4
Solde courant en % du PIB		2,0	2,4	3,1	3,3	3,5	3,3	3,1	2,9	2,2	3,2	3,4	3,0

(*) A l'exception des lignes « variations des stocks » et « solde courant »

Sources : Nomura Research Institute, prévisions OFCE.

V. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1985)	Niveau en 1991	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : millions de livres de 1985	1991		1992		1993		1994		1991	1992	1993	1994
		S 1	S 2	S 1	S 2	S 1	S 2	S 1	S 2				
Consommation des ménages	269 218	- 1,3	- 0,8	- 0,1	1,0	1,1	0,7	1,1	1,1	-2,0	0	1,9	2,0
Consommation publique	82 218	2,3	0,5	0,7	- 2,0	- 0,7	1,1	0,8	0,8	3,2	0	- 1,2	1,8
FBCF totale	72 477	- 5,4	- 2,0	0,1	0,9	0,7	1,1	2,2	3,1	- 9,9	- 0,5	1,7	4,4
dont : Logement	10 832	-10,7	- 0,2	- 3,9	3,1	- 0,2	2,0	3,1	3,4	-20,3	- 2,5	2,4	5,9
Hors logement	61 645	- 4,4	- 2,3	0,8	0,5	0,9	1,0	2,1	3,0	- 7,8	- 0,1	1,6	4,1
Exportations de biens et services	123 121	- 0,1	2,5	1,0	0,9	2,3	1,2	1,9	2,9	0,1	2,7	3,4	3,9
Importations de biens et services	134 446	- 2,7	2,1	4,2	0,6	2,3	2,2	2,4	2,6	- 3,1	5,6	3,8	4,9
Variations des stocks en millions de livres de 1985	-3 400	-2253	-1147	-612	-677	-100	400	400	800	-3400	-1289	300	1200
PIB optique dépense	409 198	- 1,3	- 0,2	- 0,7	0,5	0,9	0,7	0,1	1,6	- 2,1	- 0,6	1,5	2,2
Prix à la consommation		2,4	2,0	2,1	1,2	0,3	1,4	1,8	2,1	5,8	3,8	1,7	3,5
Solde courant en % du PIB		- 1,1	- 1,1	- 2,2	- 1,6	- 2,2	- 2,4	- 2,6	- 2,8	- 1,1	- 1,9	- 2,3	- 2,7

(*) A l'exception des lignes « variations des stocks » et « solde courant »

Sources : CSO, prévisions OFCE.

VI. Résumé des prévisions pour l'économie française

	1992	1993	1994
<i>En % de variation aux prix de 1980 :</i>			
PIB marchand*	1,3	- 1,4	0
Importations	3,1	- 3,0	0,6
Consommation des ménages	1,7	0,3	0,5
Investissement total	- 2,0	- 4,0	- 2,1
dont :			
• entreprises	- 5,1	- 6,1	- 3,0
• ménages	- 0,2	- 4,0	- 3,5
• autres	3,7	1,2	1,4
Exportations	7,0	- 1,7	1,9
Contributions des stocks à la croissance en %	- 0,8	- 1,0	- 0,3
Demande intérieure totale	0,1	- 1,8	- 0,4
<i>Comptes des ménages en termes réels %</i>			
Salaires bruts	0,9	- 0,4	- 0,4
Salaires nets	0,3	- 0,8	- 0,6
Prestations sociales	3,5	2,8	1,9
Excédent d'exploitation	2,6	0	0,2
Prélèvements sociaux et fiscaux	1,5	1,3	0,4
Revenu disponible	1,5	0,3	0,3
Taux d'épargne	12,7	12,6	12,6
Prix à la consommation en glissement %	1,9	2,1	1,9
en moyenne %	2,4	2,0	1,8
<i>Compte des sociétés, en %</i>			
Taux de marge	32,5	32,8	32,8
Taux d'épargne	18,2	18,6	18,8
Taux d'investissement	17,1	16,1	15,8
Taux d'autofinancement	106,7	115,7	118,5
<i>En milliards de francs</i>			
Solde commercial (FAB/FAB)	31,1	65	75
dont :			
• industrie (FAB/CAF)	6,6	45	60
• énergie (FAB/CAF)	- 79,5	- 73	- 73
• agro-alimentaire (FAB/CAF)	53,8	44	38
Balance des paiements courants	19,3	45	53
• en % du PIB	0,3	0,6	0,7
Emploi salarié ⁽¹⁾ , en glissement annuel %	- 1,8	- 2,3	- 1,5
dont :			
• industrie	- 3,4	- 4,9	- 4,2
• bâtiment	- 4,5	- 5,0	- 2,6
• tertiaire	- 0,6	- 0,5	0,1
Emploi total, en glissement annuel %	- 1,5	- 1,7	- 1,2
Chômage en fin d'année (en millions)	2,989	3,400	3,700
Taux de change DMF	3,39	3,43	3,47
Taux de change \$/F	5,29	5,59	5,96
Taux d'intérêt à court terme % ⁽²⁾	10,4	8,6	5,6
Taux d'intérêt à long terme % ⁽³⁾	8,6	6,8	5,6

* Selon cette prévision le Pib total recule de 1% en 1993 et progresse de 0,3% en 1994.

(1) Secteurs marchands non agricoles.

(2) Marché monétaire à 3 mois ((PIBOR).

(3) Taux de rendement des emprunts d'État (7-10 ans) (TME).

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

VII. France. Ressources et emplois de biens et services marchands*, aux prix de 1980

	Milliards de francs de 1980	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
		1992				1993				1994				1992	1993	1994
		1992	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3			
Produit intérieur brut	3058,2	0,9	-0,1	-0,1	-0,4	-0,9	-0,1	0	-0,2	-0,2	0	0,4	0,6	1,3	-1,4	0
Importations	1023,9	2,1	-0,9	2,3	-0,9	-3,0	0,4	-1,0	0	0	0	1,5	1,5	3,1	-3,0	0,6
Consommation des ménages	2139,6	0,6	-0,3	0,9	0,5	-0,7	0,4	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	1,7	0,3	0,5
Consommation des administrations	170,4	1,9	1,3	0,7	-0,2	-1,1	-1,2	2,6	2,6	-1,4	0,2	0,2	0,2	5,2	0,4	1,9
FBCF totale	779,1	-0,1	-1,1	-0,4	-0,8	-1,7	-1,2	-0,4	-0,4	-0,7	-0,7	-0,2	0,2	-2,0	-4,0	-2,1
dont :																
• sociétés	407,2	-0,9	-2,2	-0,8	-1,6	-2,0	-1,9	-1,0	-0,5	-1,0	-1,0	0	0,5	-5,1	-6,1	-3,0
• ménages	202,4	0,3	0	-0,2	-0,5	-2,5	-0,6	-0,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,2	-4,0	-3,5
• autres (1)	169,5	1,4	0,3	0,3	0,8	0,1	-0,5	1,1	0,3	0,4	0,2	0	0,5	3,7	1,2	1,4
Exportations	986,2	3,9	0,6	1,2	-1,8	-2,0	1,1	0	0,2	0	0	2,0	2,0	7,0	-1,7	1,9
Variation des stocks en milliards(2)	6,8	4,4	3,1	0,7	-1,4	-4,0	-5,7	-7,0	-8,5	-8,5	-8,5	-8,5	-8,0	6,8	-25,2	-33,5
Demande intérieure totale (y compris stocks)	3095,9	0,4	-0,6	0,3	-0,1	-1,3	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	0,2	0,2	0,5	0,1	-1,8	-0,4

< Prevision >

* Selon cette prévision le Pib total recule de 1% en 1993 et progresse de 0,3% en 1994.

(1) Administrations publiques, assurances, institutions de crédit et administrations privées.

(2) Milliards de francs de 1980. La contribution des stocks à la croissance du PIB est de : - 0,3 % en 1992 ; - 1,0 % en 1993 ; - 0,3 % en 1994.

Cette prévision est calée sur les comptes trimestriels de l'INSEE (première estimation des comptes du deuxième trimestre 1993). Les échanges extérieurs, l'investissement des entreprises et la variation des stocks ont cependant été corrigés au premier trimestre 1993 sans que le PIB soit affecté.

VIII. Prix de détail et taux de salaire horaire

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1992				1993				1994				1992	1993	1994
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Glissement des prix	1,0	0,5	0,1	0,4	1,3	0,2	0,3	0,3	0,7	0,4	0,4	0,4	1,9	2,1	1,9
Moyenne des prix	0,5	0,8	0	0,5	0,8	0,6	0,2	0,3	0,5	0,6	0,4	0,4	2,4	2,0	1,8
Glissement du taux de salaire horaire	1,3	0,9	0,8	0,6	0,5	1,0	0,6	0,5	0,4	1,0	0,6	0,5	3,6	2,6	2,7

Sources : INSEE, Ministère du travail et de l'emploi, prévisions OFCE.

< prévision >

IX. Emploi, production, productivité dans l'industrie manufacturière

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1992				1993				1994				1992	1993	1994
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Effectifs (1)	-0,9	-0,9	-0,8	-1,0	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	-1,2	-1,0	-3,3	-4,8	-5,5
Production	1,3	-0,6	-0,4	-2,5	-2,1	0	-1,0	-1,5	-1,5	-0,5	0	0,5	-0,2	-5,1	-3,3
Productivité	2,2	0,3	0,4	-1,5	-0,8	1,4	0,5	0	0	0,9	1,2	1,5	3,1	-0,3	2,2

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

< prévision >

X. Effectifs salariés (1) en fin de trimestre et fin d'année

En %

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1992				1993				1994				1992	1993	1994
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Industrie	-0,9	-0,8	-0,6	-1,2	-1,1	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,0	-0,8	-3,4	-4,9	-4,2
Bâtiment	-0,4	-1,6	-0,9	-1,7	-0,8	-1,9	-1,3	-1,2	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-4,5	-5,0	-2,6
Tertiaire	0,1	-0,2	0,3	-0,7	-0,2	0	-0,2	-0,2	0	0	0	0,1	-0,6	-0,5	0,1
Ensemble des secteurs marchands non agricoles	-0,3	-0,5	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-1,8	-2,3	-1,5

< prévision >

(1) Secteurs marchands non agricoles
Sources : INSEE, prévisions OFCE.

XI. Eléments du compte des ménages

En %

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1992				1993				1994				1992	1993	1994
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Salaires bruts (1)	0,2	0	0,5	0,2	- 0,6	- 0,5	0,1	0	- 0,1	- 0,2	0	0	0,9	- 0,4	- 0,4
Salaires nets (1)	0,1	- 0,1	0,4	0,2	- 0,6	- 0,6	- 0,2	- 0,2	0	- 0,1	0	0	0,3	- 0,8	- 0,6
Prestations sociales (1)	0,7	0,5	1,9	1,1	0,5	- 0,3	0,8	0,7	0,4	0,2	0,8	0,7	3,5	2,8	1,9
Revenu disponible réel (1)	0,3	0,2	0,5	1,2	- 0,8	0,1	- 0,5	0,1	- 0,1	0,4	0,5	0,5	1,5	0,3	0,3
Taux d'épargne	12,6	13,1	12,3	12,8	12,9	12,6	12,4	12,6	12,5	12,6	12,6	12,6	12,7	12,6	12,6

<

prévision

>

(1) Pouvoir d'achat en pour-cent
Sources : INSEE, prévisions OFCE.

XII. Taux d'intérêt

En %

	1992				1993				1994				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1992	1993	1994
A court terme (1)	10,1	10,0	10,6	10,7	11,8	8,0	7,8	6,8	6,0	5,5	5,5	5,4	10,4	8,6	5,6
A long terme (2)	8,5	8,7	8,9	8,3	7,7	7,2	6,5	5,9	5,7	5,6	5,5	5,5	8,6	6,8	5,6

< prévision >

(1) Marché monétaire à 3 mois (PIBOR).

(2) Taux de rendement des emprunts d'Etat (7-10 ans) (T.M.E.).

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

XIII. Taux de change

	1992				1993				1994				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1992	1993	1994
Dollar-franc	5,51	5,44	4,96	5,26	5,54	5,46	5,83	5,53	5,64	5,88	6,25	6,07	5,29	5,59	5,96
Mark-franc	3,40	3,37	3,39	3,39	3,39	3,37	3,47	3,50	3,48	3,46	3,47	3,47	3,39	3,43	3,47

< prévision >

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.