

Chronique de conjoncture

Un horizon conjoncturel dégagé *

Les économies occidentales connaissent pour la plupart des rythmes de croissance soutenus, mais les écarts de conjoncture sont très accusés. L'optimisme réel s'accompagne d'une grande confusion financière : les changes sont perturbés par les déséquilibres commerciaux ; les taux d'intérêt à long terme ont partout monté fortement, d'abord par crainte de l'inflation aux Etats-Unis, puis par révision des perspectives de croissance en Europe.

Le niveau actuel des taux longs reflète la difficulté des appareils de production existants à financer des projets d'investissement mondialement plus nombreux. Cependant les taux réels s'avèrent moins élevés que lors de la reprise précédente, et les capacités financières actuelles des firmes européennes les rendent peu sensibles au coût du capital à l'horizon de la fin 1995.

Les interrogations portent donc sur la maîtrise des endettements publics, et sur la capacité des sociétés européennes à supporter les ponctions exercées sur les revenus du travail du fait des taux d'intérêt élevés.

Aux Etats-Unis, l'activité est à présent renforcée par la demande étrangère, ce qui implique un nouveau durcissement de la politique monétaire en vue d'interrompre la dérive inflationniste. Un ralentissement est attendu au cours de 1995, initié par la consommation.

Le Japon est en reprise, tiré à présent par la consommation. Il tend à renforcer la croissance mondiale. Au Royaume-Uni, investissement et exportations ont accéléré la production et réduit le chômage ; la consommation a surtout bénéficié d'une moindre propension à épargner. Les risques inflationnistes vont continuer à durcir la politique économique, et la croissance se modèrera l'an prochain.

L'Allemagne se redresse à l'Ouest, grâce aux exportations et au restockage. Le logement et la consommation résistent en dépit des prélèvements fiscaux. Les capacités de production manufacturières

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

retrouveront un niveau normal d'utilisation dès la fin 1994, ce qui stimule l'investissement et fait craindre l'inflation. Cependant le chômage reste élevé et les prix au détail devraient rester calmes. A l'Est, la croissance s'annonce vigoureuse.

Les capitaux ont délaissé l'Europe pour privilégier le Japon puis les pays émergents. Les investisseurs japonais reviennent sporadiquement et seraient plus présents en 1995, cependant que les besoins de financement américains se modèreront.

Le commerce mondial est entré dans une phase de forte croissance qui se poursuivra l'an prochain. Les pays d'Europe continentale regagneront des parts de marché au détriment du Japon.

En France, la reprise de l'activité a été significative au premier semestre 1994. L'optimisme se confirme dans les enquêtes de conjoncture. La reprise est d'autant plus nette qu'elle découle de l'interruption de comportements privés très dépressifs. La croissance du PIB serait de 2,2 % en 1994, le ralentissement puis l'arrêt du déstockage y contribuant pour près d'un point. La reprise de la demande intérieure finale, qui s'opère depuis le deuxième trimestre, s'amplifierait. La consommation des ménages continuerait de progresser. Mais la hausse de l'investissement des entreprises serait encore faible en moyenne annuelle, car surtout marquée au second semestre. La croissance des importations dépasserait celle des exportations, à cause d'un début d'année nettement divergent.

En 1995 la croissance atteindrait 3,5 % ; cette consolidation de la reprise est usuelle, mais avec une ampleur plus faible que lors du cycle précédent : les objectifs de désendettement n'ont pas disparu, d'autant que les taux d'intérêt à court terme ont cessé de baisser et que les taux d'intérêt à long terme s'élèvent. Ces mouvements ne sont pas de nature à interrompre la reprise en cours, mais vont en limiter l'accélération. L'investissement des entreprises croîtrait aussi fortement qu'il avait reculé en 1993 ; ce ne sera qu'un rattrapage partiel après trois années de recul. Du fait de l'amélioration rapide de leur situation patrimoniale, les entreprises peuvent à présent satisfaire des besoins d'investissement long-temps différés ; la remontée récente des taux d'utilisation des capacités de production constitue une forte incitation à investir. La consommation des ménages s'amplifierait, portée par davantage de revenus et par une baisse du taux d'épargne. Un restockage interviendrait progressivement, supportant la croissance. Importations et exportations iraient de pair, signe d'une évolution plus synchrone des demandes intérieure et extérieure.

En 1994 et 1995, les soldes extérieurs se tasseraient un peu à cause des mouvements de prix, mais l'excédent resterait confortable. Le chômage serait un peu réduit et l'inflation ne s'accélérait guère. Le déficit public pourra être contenu sans coupe importante dans les dépenses grâce aux recettes de privatisation, mais les déficits sociaux ne pourront l'être sans prélèvements supplémentaires.

Généralisation de la reprise et problèmes de liquidité

En quelques mois, le paysage de la conjoncture internationale s'est sensiblement modifié. Cette évolution ne va pas sans paradoxes apparents. Cette année, la désynchronisation des conjonctures nationales au sein de l'OCDE a fait place à une expansion générale, même si les décalages entre pays restent effectifs et si certains d'entre eux, comme le Japon, ne connaissent encore que le début d'une reprise. L'interrogation commune devient celle de la durée de l'expansion qui, après s'être concentrée principalement sur les Etats-Unis, est en passe de s'élargir à l'ensemble des pays de l'OCDE engagés dans une reprise souvent vive. Elle concerne aussi la stabilité de l'insertion des pays en voie de développement dans ce mouvement, auquel l'Asie de l'Est et certains pays latino-américains contribuent fortement. Les pays d'Europe centrale et orientale eux-mêmes, sont concernés par un redémarrage qui n'exclut plus guère que la Bulgarie, les fractions en guerre de l'ex-Yougoslavie, et les nouvelles républiques issues de l'ex-URSS. Même si d'autres régions d'Afrique et d'Asie, en proie à de profondes difficultés, restent à l'écart de ce mouvement, l'économie internationale est aujourd'hui à même de bénéficier des effets d'entraînement exercés par le développement du commerce international. Parler d'harmonisation des conditions de la croissance internationale serait cependant exagéré. Les taux de croissance au sein de l'OCDE se rapprochent et convergent vers des niveaux honorables mais un ralentissement américain s'annonce à l'horizon de 1995 et pourrait se généraliser aux autres pays anglo-saxons.

Les liquidités oisives reprennent le chemin de l'économie réelle...

En revanche, cette évolution de l'activité n'a pas conduit à détendre les conditions financières, ce qui a pourtant souvent été reconnu comme une condition permissive d'une reprise franche et surtout durable au sein de l'OCDE. Nombre d'économistes avaient appelé à des baisses volontaristes et prononcées des taux d'intérêt à court terme en Europe pour que soient enfin créées les conditions de sortie de la dépression puis de retour à un niveau d'emploi supportable. Le niveau de ces taux inhibait la demande, minait la confiance et obscurcissait l'horizon des décisions. Si ces taux ont bien enregistré depuis la crise du SME de l'été 1993 des baisses sensibles et finalement assez régulières, leur détente est cependant incomplète. Elle laisse subsister des niveaux de taux réels élevés, même s'ils le sont moins qu'en 1987, année de la précédente reprise. La structure par terme des taux s'est certes largement normalisée, mais au prix d'un redressement brutal des taux longs qui a pris bien des commentateurs et des opérateurs à contrepied. Enfin, l'incertitude financière, rémanente depuis la mi-1992, ne paraît pas dissipée : les choix patrimoniaux ont privilégié les placements obligataires en 1993, mais s'en sont éloignés depuis. Les investisseurs sont encore à la recherche de

supports de placement jugés sûrs, qui puissent ainsi concourir à stabiliser les circuits de financement au cours de la phase de reprise puis d'expansion.

Ce hiatus entre la reprise de l'activité et les troubles financiers, paradoxal au premier degré, n'est pas sans conséquences mais ne peut constituer un obstacle immédiat à la reprise. D'une part, ces troubles constituent le dénouement sans doute inévitable d'ajustements patrimoniaux qui, jusqu'à présent, ont retardé le retour des agents économiques à des comportements d'offre et de demande plus actifs : il fallait que les actifs financiers retrouvent des prix raisonnables, c'est-à-dire cessent d'être trop attractifs, pour qu'un rééquilibrage s'opère en faveur des dépenses réelles. D'autre part, les implications de taux réels encore relativement élevés concernent probablement un horizon plus long que celui qui est associé à cet exercice de prévision. Elles joueront nettement lorsque la reprise européenne aura débouché sur un niveau d'activité tel qu'il rendra de nouveau plus sensibles entreprises et ménages à la nature et au coût des relations avec leurs créanciers. Sans doute peut-on réagir à cet argument en disant que les gouvernements, confrontés au poids des déficits publics et aux inquiétudes qu'ils suscitent, auront, dès maintenant, d'autant plus tendance à maintenir des orientations budgétaires restrictives que le relâchement financier sera resté partiel. La prudence budgétaire peut limiter à court terme l'ampleur de la reprise, même si elle apparaît, à plus long terme, comme une condition pour soulager les tensions financières. Le juste milieu est difficile : bien ajustée, cette prudence peut lisser le mouvement de reprise et d'expansion, en évitant des anticipations trop haussières des taux longs ; excessive, elle pourrait handicaper une reprise qui a besoin de perspectives de demande suffisamment solides. La meilleure solution serait une coordination des politiques budgétaires européennes qui évite que chaque politique nationale ne se définisse qu'en fonction de sa capacité spécifique à capter les capitaux non-résidents. Les marges de manœuvre procurées aux politiques budgétaires par le retour de la croissance risquent en effet d'être stérilisées par la concurrence dans l'attraction des investisseurs. Cette contrainte concerne spécialement les pays européens qui ne suivront pas le rythme du redressement budgétaire allemand, alors même que l'Allemagne approche du terme de l'assouplissement de sa politique monétaire. L'égoïsme budgétaire n'est pas facile à dépasser, surtout lorsque la situation sur le front des taux d'intérêt ne facilite pas la maîtrise des dettes publiques.

... et révèlent le « vrai » niveau des taux d'intérêt à long terme...

Les opérateurs à terme sur les marchés financiers s'accordent aujourd'hui de manière assez généralisée sur des hausses anticipées de taux courts. Aux Etats-Unis, ces anticipations prolongent un mouvement engagé depuis le début 1994 ; en Europe, il s'agit en revanche d'un retournement qui mettrait fin, dès le terme de l'année 1994, au repli des taux courts. La séquence des taux courts associés aux contrats à terme

portant à différentes échéances n'est bien sûr qu'une anticipation susceptible de fortes révisions. Elle paraît néanmoins dotée d'une certaine pertinence sur un horizon court, de l'ordre de trois mois (soit aujourd'hui la fin de l'année 1994). Au-delà, le comportement des marchés paraît céder à une extrapolation trop mécanique de la tendance instantanée. Leurs anticipations actuelles sont néanmoins révélatrices de la rapidité avec laquelle ils ont intégré les inflexions conjoncturelles et l'éventuel risque inflationniste qui leur est associé. Dans une phase où prévaut la convergence généralisée des structures nationales de taux par terme vers une hiérarchie normalisée, les anticipations haussières de taux courts s'opposent à une détente prononcée de taux longs jugés pourtant élevés.

Le comportement récent de ces taux longs — une hausse vive démarrant aux Etats-Unis dès l'automne 1993 puis contaminant l'Europe en 1994 — suscite débat. Quand la hausse récente est jugée soit excessive, soit indûment généralisée à des pays européens à l'activité encore déprimée, le jugement peut pécher par une insuffisante prise en compte des caractéristiques de la phase de baisse prononcée qui avait précédé et qui avait permis d'atteindre de bas niveaux des taux longs nominaux. Cette baisse était liée à un effort de réduction de leurs besoins de financement et de restructuration de leurs patrimoines par les agents économiques au sein des diverses économies de l'OCDE. Désendettement et report sur les placements longs susceptibles de plus-values ont interagi avec les tendances déflationnistes pour précipiter des baisses de taux à long terme. Celles-ci ont été amplifiées par l'engouement transitoire pour les placements obligataires, qui furent le support de la reconstitution de leur actif par les banques américaines et qui bénéficièrent en Europe, au cours de 1993, du moindre attrait des placements monétaires. Il aura suffi de signaux ténus témoignant, sinon du retour de l'inflation, du moins de l'arrêt des tendances déflationnistes pour qu'un retournement brutal intervienne sur les taux longs, provoqué par la recherche de réalisation des plus-values.

Pour apprécier le niveau de référence qui constitue une force de rappel sur les taux longs, il faut ainsi sans doute lisser aussi bien les baisses intervenues de 1991 à 1993 que la remontée ultérieure. Ce niveau de référence n'est certes pas un taux « naturel » mais est influencé par la confrontation entre l'efficacité instantanée des systèmes productifs et le fonctionnement de systèmes financiers sollicitant fortement l'épargne. La persistance de taux longs réels élevés peut témoigner d'un déséquilibre durable entre la faible productivité globale des facteurs de production disponibles, qui limite les revenus et donc l'épargne, et la rentabilité escomptée de projets d'investissement mobilisant cette épargne au travers de circuits de financement plus sensibles aux appréciations des marchés. A cet égard, il est difficile, pour l'instant, de conclure à des changements décisifs par rapport à la décennie quarante-vingt, qui a enregistré, conjointement, la maturation des innovations financières, et ce qui n'est pour le moment qu'un arrêt de la dégradation des tendances de productivité au sein des pays de l'OCDE. On peut certes invoquer l'apprentissage, par les agents financiers, de ces innovations et de la réorientation doctrinale des politiques monétaires pour suggérer de moindres niveaux moyens des taux d'intérêt réels que précé-

demment. Mais d'autres facteurs structurels, comme l'unification allemande, jouent en sens inverse. Une fois débarrassée des ajustements de nature spéculative parasitant les mouvements de court terme, la formation des taux longs pourrait ainsi converger vers des niveaux de taux réels encore proches, bien qu'en retrait, de ceux de la décennie passée. Considéré ainsi, le mouvement récent des taux longs est moins étonnant, même s'il conduit à s'interroger sur le fonctionnement et l'efficacité des systèmes financiers en vigueur.

... un niveau qui s'impose apparemment mondialement...

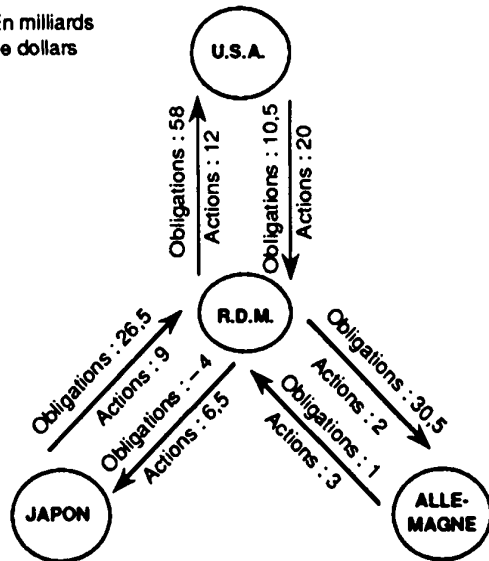
Aux Etats-Unis, le mouvement des taux courts et longs illustre bien la dynamique évoquée. L'écart entre taux longs (à 10 ans) et taux courts (à 3 mois) a culminé au cours de 1992, ce qui était bien annonciateur de la phase d'intensité maximale de la croissance américaine. Il s'est ensuite replié rapidement jusqu'à l'automne 1993, ce qui pouvait laisser croire à un ralentissement rapide de cette croissance. Ce repli était cependant accentué par la contraction des besoins de financement et le privilège transitoire accordé aux placements obligataires. Il a été corrigé, fin 1993-début 1994, par une surréaction des taux longs au redressement des taux courts, qui traduisait la réorientation du comportement d'un certain nombre d'agents : retour des banques au financement de l'activité, après avoir privilégié les obligations publiques ; craintes de dévalorisation de leurs créances en dollars de la part des non-résidents.

La contamination des taux longs européens par les hausses américaines suscite des interprétations et des réactions diverses. Certains insistent sur le paradoxe, voire l'irrationalité, d'une connexion des marchés financiers qui, au travers d'arbitrages sensibles et instantanés, aboutit à dissocier les taux européens de la réalité d'une conjoncture continentale encore marquée par la désinflation : de fait, depuis le début 1994, c'est bien une divergence qui caractérise en Europe l'orientation haussière des taux longs et l'inflation observée, stable à bas niveau ou encore en baisse. Il faut octroyer aux marchés financiers une douteuse capacité d'anticipation à longue vue pour penser qu'ils incorporent rationnellement les perspectives d'inflation dans la formation des taux longs européens : on peut se convaincre plus aisément de leur angoisse exagérée devant le risque inflationniste et penser qu'ils confondent sortie de déflation et danger d'inflation.

Sinon à l'encontre de ce type d'interprétation, du moins avec de sensibles différences, la prise au sérieux du mouvement d'intégration des marchés financiers internationaux aboutit à l'idée de la formation progressive d'un marché globalisé des fonds prêtables, où la formation des taux longs prend en compte prioritairement des déterminants mondiaux — confrontation des offres et demandes de financement, perspectives d'inflation mondiale — qui peuvent s'imposer à des économies nationales ouvertes de taille limitée. Que l'intégration et le fonctionnement d'un tel marché soient fondamentalement imparfaits et sujets à des dérives spé-

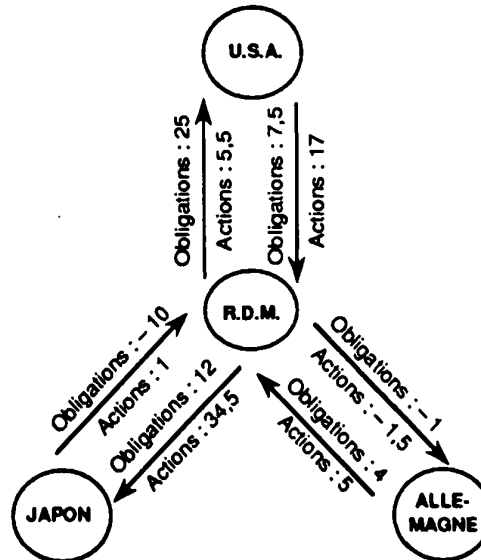
1. Echanges internationaux de titres au cours des trois derniers trimestres

En milliards de dollars



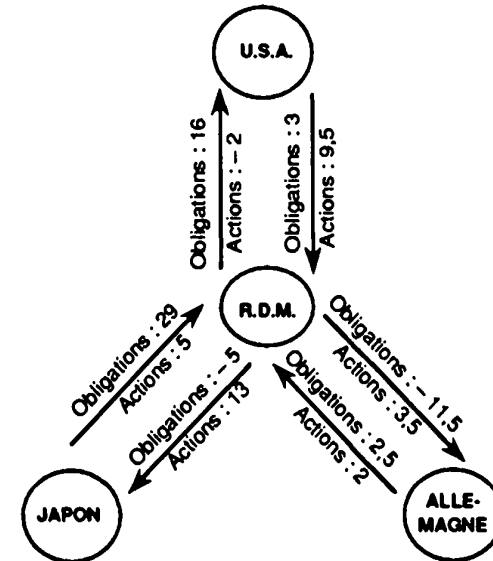
Quatrième trimestre 1993

Le dernier trimestre de 1993 est représentatif de l'ensemble de l'année par l'importance des flux croisés de capitaux à long terme. Il marque l'apogée des marchés obligataires américain et surtout européen. Tokyo, recyclant son excédent courant, et Londres, utilisant les liquidités importées par ses banques résidentes, sont les principaux pourvoyeurs de fonds.



Premier trimestre 1994

Avec la hausse généralisée des taux longs, porteuse de moins values sur les obligations et les actions, les investisseurs se détournent ensuite de ces zones. Dès le premier trimestre, les flux en direction de l'Europe se tarissent. Ceux vers les Etats-Unis baissent fortement. Les investisseurs arbitrent principalement en faveur des titres nippons.



Second trimestre 1994

Au second trimestre la désaffection envers les marchés européens et américains s'accroît. Le retour des investisseurs japonais se fait surtout en direction des pays émergents d'Asie et non vers l'OCDE.

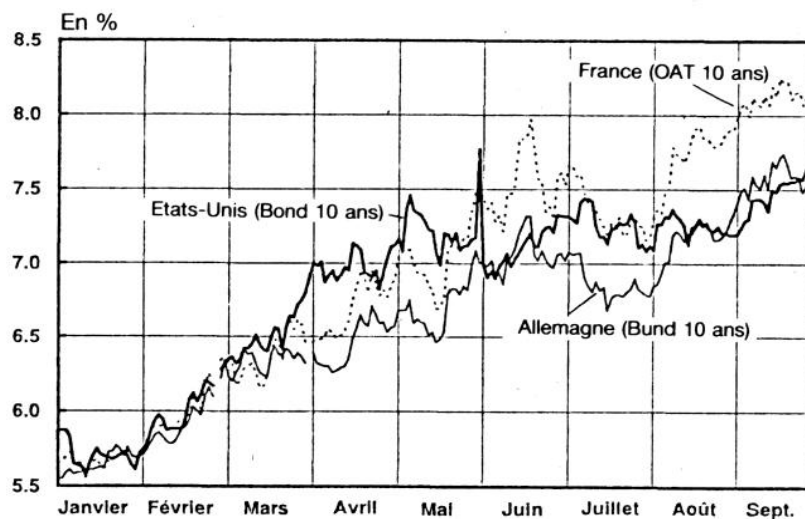
Note : Chaque flèche indique le sens de la transaction d'achat ou de vente de titres : d'un résident vers un non-résident ou d'un non-résident vers un résident. Un signe (-) signifie que les liquidations de titres excèdent les nouveaux achats

Sources : Flow of Funds Accounts, Survey of Current Business, Bundesbank, Banque du Japon.

culatives va de soi. L'interdépendance, au cours de 1994, entre les arbitrages respectifs sur les marchés à terme de produits financiers et de matières premières en est un exemple, qui a accentué la reprise des cours de matières premières et n'aide pas à discerner leur mouvement sous-jacent (d'autant que l'éventuel caractère auto-réalisateur des anticipations peut finir, ex post, par transformer une bulle transitoire en composante de la tendance). La connexion des taux longs américains et européens exprimerait néanmoins une donnée fondamentale, à savoir une concurrence rendue plus aiguë entre les besoins de financement des deux zones, notamment en raison du fardeau durable de l'unification allemande et de l'insertion des pays est-européens.

Peut-on pour autant considérer que l'interdépendance prévaut au point de gommer toute référence aux fondamentaux nationaux ? Le calendrier et l'ampleur des hausses de taux longs n'ont pas été uniformes d'un pays à l'autre (graphique 1). Les motifs ne sont pas non plus les mêmes. Les arbitrages de portefeuille internationaux ont joué différemment selon les zones (encadré 1).

1. Evolution des taux d'intérêt nominaux à 10 ans depuis janvier 1994

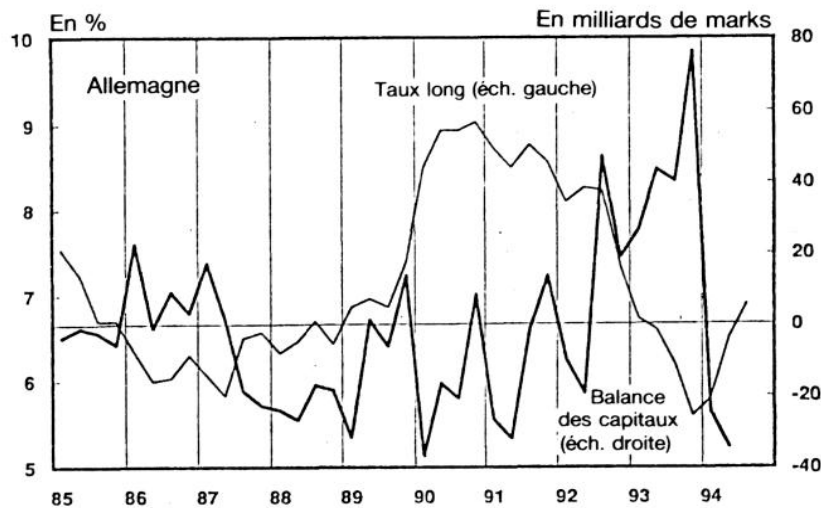


Sources : La Tribune, les Echos.

Aux Etats-Unis, l'essentiel de la hausse des taux d'intérêt, de l'ordre de deux points, s'est concentrée entre novembre 1993 et la fin avril 1994. Un palier s'est depuis lors instauré, la dérive étant inférieure à un demi point. L'ampleur de cette hausse paraît en ligne avec la modicité du risque inflationniste et le besoin de liquidité en cette phase du cycle.

Côté européen, la première phase de hausse (de l'ordre d'un point entre début février et fin mars) apparaît comme une remise à niveau après le retrait massif des investisseurs internationaux désireux de concrétiser leurs plus-values sur titres (graphique 2). Ces derniers se sont alors reportés massivement sur les actions du Japon (dopées par les perspectives de hausse du yen et de fin de récession), entraînant pour ce dernier des entrées massives de capitaux à long terme au premier

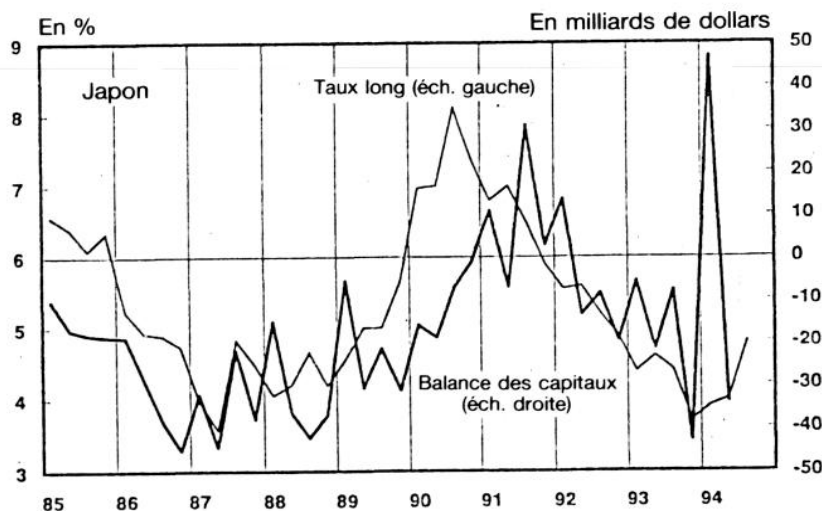
trimestre, puis par la suite sur les actions des pays émergents (après les avoir momentanément délaissées). Le mouvement de hausse a repris entre la mi-avril et la mi-juin (de l'ordre d'un point à nouveau en France et en Allemagne) à mesure qu'ont été réévaluées les perspectives de croissance européenne. Les taux allemands et français sont alors passés au dessus des rendements américains, beaucoup plus inertes. L'apport de liquidités par les investisseurs japonais a ensuite atténué les tensions au début de l'été (baisse d'un demi point des taux entre la mi-juin et fin juillet), créant l'illusion d'un découplage à la baisse des marchés européens vis-à-vis des Etats-Unis. Mais les rendements obligataires font plus que regagner le terrain perdu depuis, après le nouveau retrait des investisseurs internationaux, la confirmation d'un sentier de croissance européen plus proche de 3 % que de 2 % et la fin des illusions en matière de détente supplémentaire des politiques monétaires.



2. Flux nets * de capitaux et taux d'intérêt à long terme

* Le signe - équivaut à une sortie nette

Source : Bundesbank.



* Le signe - équivaut à une sortie nette

Source : Bank of Japan.

Au total, le rôle américain de leader en matière de hausse des taux mondiaux est loin d'être assuré et le couplage européen moins évident qu'il n'y paraît. Cette période d'incertitude sur les segments longs de l'épargne mondiale a très largement bénéficié aux marchés émergents d'Asie et d'Amérique latine offrant de fortes plus-values potentielles. Le dollar et les marchés boursiers, notamment européens, sortent probablement sous-évalués et le yen surévalué. Ainsi donc, même si en Europe la perspective d'une surchauffe américaine a probablement sensibilisé prématurément les marchés obligataires aux risques de carence de l'épargne, à ce stade de la reprise, les besoins de financement publics auront tendance à se résorber, tandis que les agents privés font encore peu appel au financement externe. Mais il est peu probable que les anticipations de hausse des taux courts déjà contenues dans les taux longs soient remises en cause. Il est par contre probable qu'elles se décaleront dans le temps. Tout laisse penser que la remontée actuelle des rendements obligataires reflète la croyance au caractère vigilant et plus préventif que par le passé des politiques monétaires en Europe, que l'on décèle déjà dans l'ampleur moindre que prévue du mouvement de baisse des taux monétaires. Dès lors, si l'on considère que les taux européens intègrent déjà à leur niveau actuel l'essentiel de l'information haussière, une dérive supplémentaire paraît maintenant limitée.

En l'absence des investisseurs internationaux sur le marché obligataire, dont le retour est peu probable compte tenu des faibles écarts de rendement et de leur probable arbitrage à venir en faveur des actions, le financement des déficits publics sera surtout assuré par les particuliers et les banques.

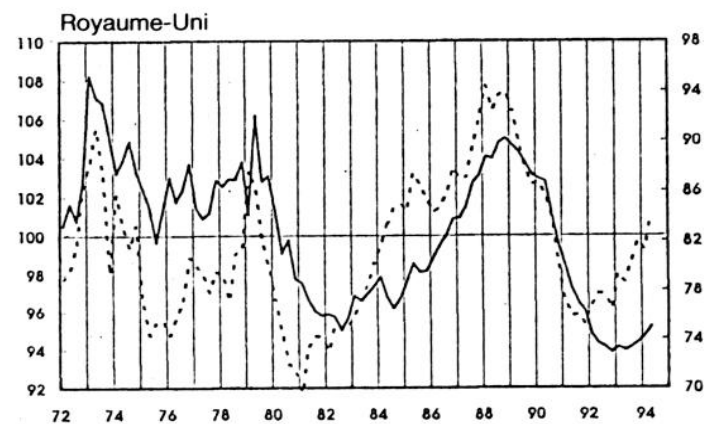
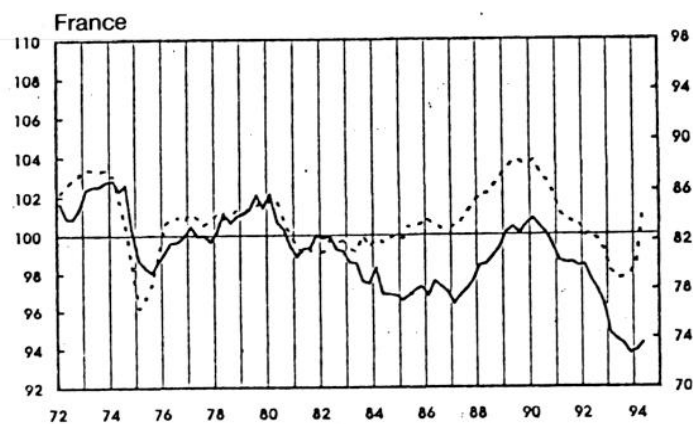
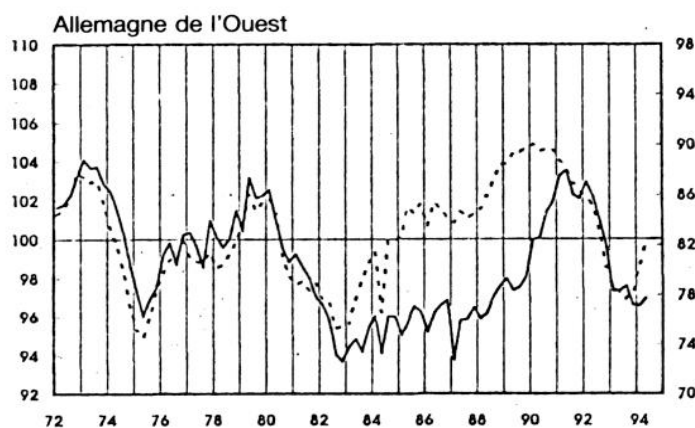
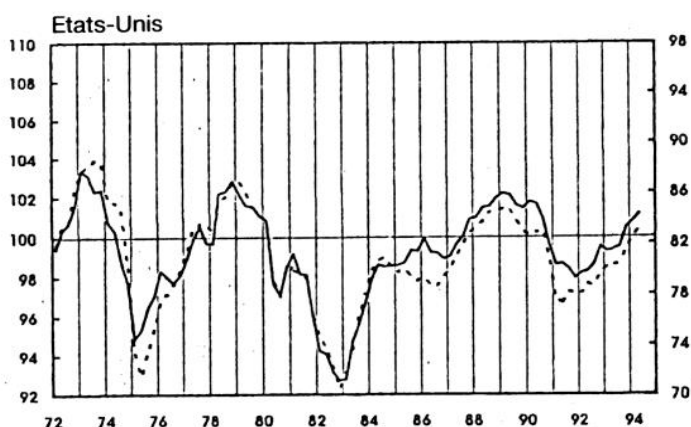
Maintenant que l'essentiel des risques de moins-values sur principal est passé, la demande de titres se nourrit de celle d'investisseurs désireux de profiter sur longue période du haut niveau des rendements. Les plus récentes émissions en France et en Allemagne offrent déjà cette configuration, où les banques nationales se procurent les liquidités sur le marché interbancaire international et profitent des écarts de rendement en les recyclant sur leur marché obligataire national. La part des particuliers dans les émissions publiques a également sensiblement augmenté début 1994 par rapport à 1993. Le contrecoup du retrait massif des investisseurs étrangers depuis le début de l'année est donc amorti par la capacité de transformation des échéances des systèmes financiers nationaux. Cet argument permet de relativiser le danger souvent pressenti d'une dérive exagérée des taux longs en Europe. Outre-Atlantique, la détente de l'activité courant 1995 sera favorable aux obligations, mais seulement lorsque l'inflation apparaîtra clairement sous contrôle.

... et qui met en cause l'équilibre futur de la croissance en Europe

Dans ces conditions, il est compréhensible que les taux longs qui s'imposent à l'Europe restent sensibles à des perspectives de déficits budgétaires lents à se résorber : même si ce n'est pas le seul trait de la

conjoncture européenne, il pèse lourd dans la configuration des équilibres financiers. La question essentielle, soulevée aujourd'hui par ceux qui décident de l'orientation de leurs placements, est celle de la résistance du tissu social européen aux tiraillements que le partage des revenus lui impose à présent : la maîtrise de l'endettement public, dans un environnement visant à préserver la solidité de l'entreprise et sa compétitivité, ainsi qu'à ne pas remettre en cause les revenus d'un capital devenu éminemment mobile, ne peut se réaliser qu'au détriment relatif du revenu individuel, soit directement issu du travail, soit indirectement réalisé par les transferts sociaux. Le degré avec lequel ce désavantage relatif se traduira en désavantage absolu dépend bien entendu du rythme de croissance que les économies européennes seront capables de soutenir dans l'avenir. Or, aujourd'hui, un obstacle se dresse, qui fait précisément craindre aux marchés financiers le retour de l'inflation : celui de l'insuffisance avérée des capacités de production (graphique 3).

3. PIB/PIB potentiel et TUCP dans le secteur manufacturier



— PIB/PIB potentiel (éch. gauche), en %
 - - - - - taux d'utilisation des capacités de production (éch. droite), en %

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

Il apparaît en effet que la recherche de gains de productivité s'est partout renforcée, mais dans un contexte peu propice à l'accumulation de capacités ; leur sous-utilisation notoire en 1993 relevait essentiellement du propre comportement déflationniste des firmes ; le simple fait d'y mettre fin souligne crûment l'insuffisance d'investissement. La crainte inflationniste des marchés s'alimente en réalité du diagnostic suivant : le corps social européen pourrait bien ne pas supporter les délais nécessaires à la remise à l'emploi des chômeurs, via la construction de capacités de production adéquates. Un tel raisonnement n'amène guère à attendre, sur l'horizon de la prévision, de repli prononcé des taux longs européens. Si la prudence de la Bundesbank conduit les taux courts allemands à ne descendre au mieux que très modérément au-dessous de 5 % d'ici la fin 1995 (avec même un léger redressement pour les taux à trois mois dans le cadre d'une « repentification » finale de la structure des taux), les taux allemands pourraient continuer à s'élever doucement à cet horizon (7,5 % pour les obligations du secteur public, au dernier trimestre 1995). Les taux des autres pays européens seraient fondamentalement dépendants de cette trajectoire, notamment ceux de la France, qui pourraient cependant bénéficier en fin de parcours d'un amoindrissement de la prime de risque.

2. Pétrole : les effets de la reprise

Le très net raffermissement des cours du pétrole au printemps 1994 a ramené le prix du baril de Brent à un niveau désormais proche de 17 dollars. Encouragés par une demande mondiale régulièrement révisée à la hausse par l'Agence Internationale de l'Energie, les cours ont également été soutenus par le report des investisseurs internationaux des marchés obligataires sur les marchés des produits de base, ainsi que, dans le courant de l'été, par les troubles politiques au Nigeria et la guerre civile au Yémen. Alors que la production de l'OPEP restait très proche des quotas de 25 millions de barils/jour (mbj) fixés à l'automne 1993 et reconduits jusqu'à la fin 1994, elle a en effet diminué de 0,3 mbj en août, principalement sous l'effet de la grève des mineurs au Nigeria. Ce recul aurait cependant peu affecté la production totale de l'OPEP du troisième trimestre, en raison du niveau de production élevé de juillet.

L'accélération de la croissance des pays industrialisés pourrait se traduire en 1995 par une augmentation de l'ordre de 1,5 mbj de la consommation mondiale de pétrole brut par rapport à 1994. Le marché semble cependant être en mesure d'absorber ce surcroît de demande sans qu'il n'en résulte de tension excessive sur les prix. La production de la zone non OPEP devrait en effet augmenter légèrement en 1994 et 1995, alors qu'elle était orientée à la baisse depuis 1990. Si de nombreux investissements sont encore nécessaires pour renverser la tendance à la baisse de la production de l'ex-URSS, le rythme du recul ne s'en ralentit pas moins depuis 1994. L'augmentation de l'offre en provenance de la mer du Nord (en 1994), de l'Amérique latine et de l'Asie (en 1995) autoriserait alors une progression de la production de la zone non OPEP de 0,4 mbj en 1994 et de 0,2 mbj en 1995.

La demande adressée à l'OPEP en serait d'autant réduite. Evaluées à 28 mbj de pétrole brut (hors Irak), les capacités soutenables dépassent à l'heure actuelle de 3,3 mbj la production effective, ce qui se traduit par un taux d'utilisation des capacités de 88 %, jugé relativement élevé. Le retour de l'Irak sur le marché pétrolier majorerait ces capacités de 2,5 mbj, mais la date de la levée de l'embargo reste plus qu'hypothétique. L'augmentation de la demande adressée à l'OPEP en 1995 fera alors légèrement baisser les réserves non utilisables, sans qu'il en résulte de tensions excessives sur les capacités, et autoriserait les cours à atteindre un niveau de 19 dollars le baril à la fin 1995.

Situation du marché du pétrole (en mbj)

	1992	1993	1994	1995
Demande				
Consommation OCDE	38,8	39,0	39,8	40,7
Consommation Monde	67,2	67,2	68,1	69,5
Offre				
Production non OPEP	41,1	40,6	41,0	41,2
Production OPEP	26,2	27,0	27,2	28,3
Variation des stocks				
OCDE	0	0,2	0	0
Monde	0,1	0,3	0,1	0

Sources : AIE, prévisions OFCE.

Commerce mondial : Une dynamique favorable à l'atténuation des déséquilibres

Le commerce mondial de produits manufacturés avait connu en 1993 sa plus faible progression depuis onze ans (1,7 %), les importations de l'OCDE ayant stagné, cependant que celles de l'Union européenne chutaient de près de 5 %. Le retour de la croissance se traduirait cette année par un rebond des échanges internationaux d'au moins 8 % en volume. En 1995, le ralentissement américain devrait être plus que compensé par le dynamisme de l'Union européenne qui totalise 40 % environ des échanges mondiaux, si bien que la croissance du commerce mondial dépassera probablement celle de 1994.

La vigueur des échanges croisés de biens manufacturés au premier semestre doit beaucoup au mouvement de reconstitution des stocks de biens intermédiaires et à la reprise de l'investissement dans les principales économies européennes. Les importations européennes, qui ont baissé en volume entre la mi-92 et la mi-93 et stagné jusqu'à la fin de l'an dernier, repartent vivement depuis le début de l'année, au rythme annualisé de 8 %.

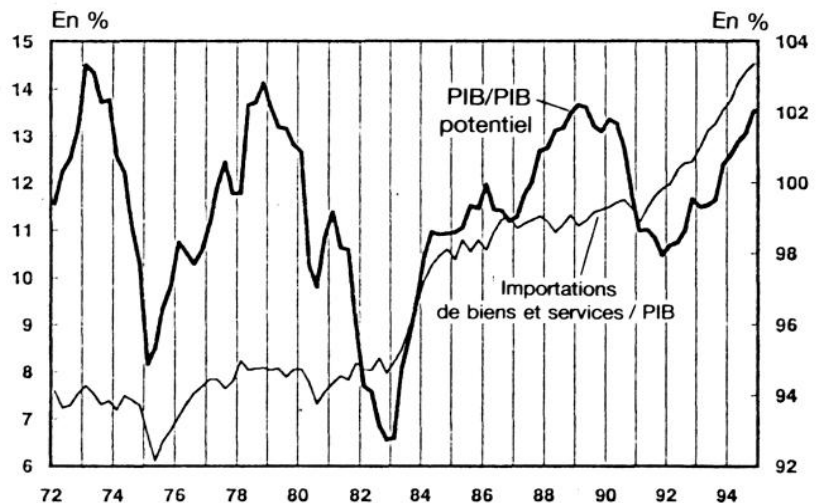
Dès lors, tous les grands blocs géographiques concourent maintenant au dynamisme de la demande mondiale. Les importations des pays de l'OPEP, handicapées jusqu'au premier trimestre par le recul des recettes

pétrolières, bénéficient depuis de la remontée des cours. Compte tenu de l'hypothèse retenue d'une augmentation de l'ordre de 15 % du prix du baril en moyenne en 1995, la demande en provenance de cette zone contribuera pour 0,3 point à l'augmentation du commerce international en 1995, après une contribution négative en 1993 et nulle en 1994.

Les économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine, qui importent aujourd'hui près de 15 % des volumes mondiaux, connaissent encore cette année l'expansion la plus vive. La vigueur des achats, installés sur une tendance supérieure à 12 % l'an, est peu sensible aux changements de régime d'activité intérieure, en particulier au ralentissement de la demande intérieure latino-américaine en début d'année. Elle apparaît, pour certains pays, résulter davantage des gains de pouvoir d'achat liés à la hausse des matières premières et, pour une large partie d'entre eux, corrélée à l'important flux de capitaux dont ils bénéficient de la part de l'OCDE. Il y a bien eu désaffection transitoire des investisseurs occidentaux vis-à-vis des marchés émergents d'Amérique latine, fin 1993, et peut-être des retombées négatives sur le courant d'importations en provenance de cette zone. Mais globalement, le retour d'investissement, sous forme d'importations induites, a permis de soutenir l'activité du commerce mondial au moment où les pays développés étaient au creux de la vague. Lorsque les pays industrialisés seront plus avancés dans la reprise, et leur surplus d'épargne disponible en faveur des pays émergents en conséquence moins abondant, lorsque le gonflement des cours de matières premières se ralentira, la contribution positive de ces économies au commerce mondial s'atténuera.

Outre-Atlantique, la vigueur de la demande intérieure et la proximité du point de saturation des capacités industrielles alimentent un flux d'achats toujours supérieur à 10 % l'an en rythme annuel au premier semestre. Compte tenu du rebond prévisible de l'activité américaine au second semestre, cette tendance peut encore s'accélérer (de l'ordre de 12 % l'an). Le retournement de l'activité, s'il se produit bien comme prévu dans le courant du premier semestre 1995, mettra un frein à la forte hausse du taux de pénétration que connaît l'économie américaine

**4. PIB/PIB
potentiel et taux de
pénétration aux
Etats-Unis**

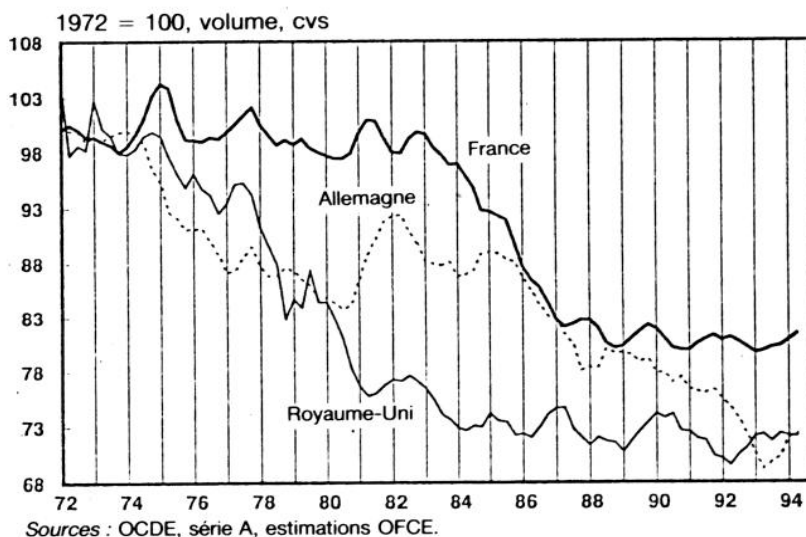


Sources : OCDE, Survey of Current Business.

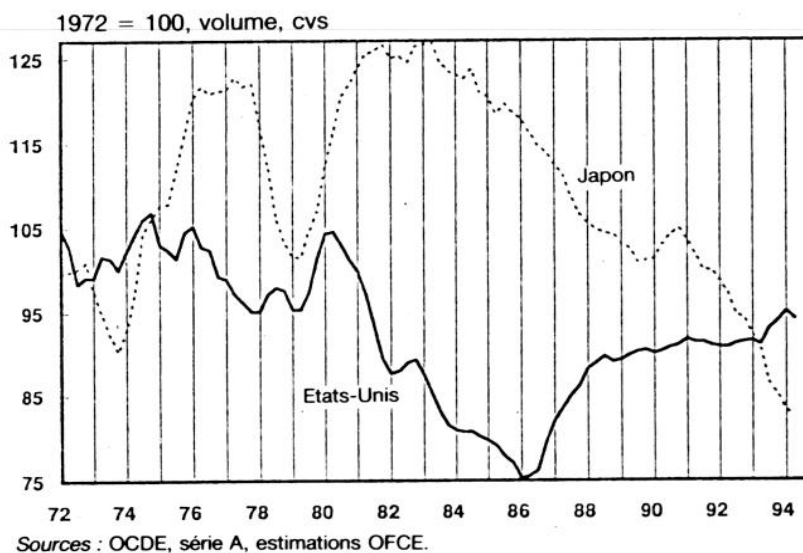
depuis quatre ans (graphique 4). Elle abandonnera donc son rôle de locomotive au sein des pays développés, relayée par l'Europe et le Japon.

Ce dernier continue à importer massivement des produits manufacturés (au rythme annuel de 15 % au premier semestre). Cette ouverture du marché nippon a commencé l'an dernier, alors même que la demande intérieure était atone. Elle résulte des effets conjugués du décloisonnement des circuits de distribution et de la hausse du pouvoir d'achat du yen. La réceptivité des consommateurs aux produits étrangers moins coûteux, et l'effort des entreprises pour s'approvisionner à meilleur marché, renforceront encore ce mouvement qui corrige progressivement la propension anormalement élevée du Japon, comparée à la moyenne des pays industrialisés, à recourir aux produits nationaux.

Le partage du marché mondial sera facilité par sa vive expansion. Les pays d'Europe continentale et les Etats-Unis en apparaissent comme les principaux bénéficiaires (graphiques 5a et 5b). Les premiers engrangent



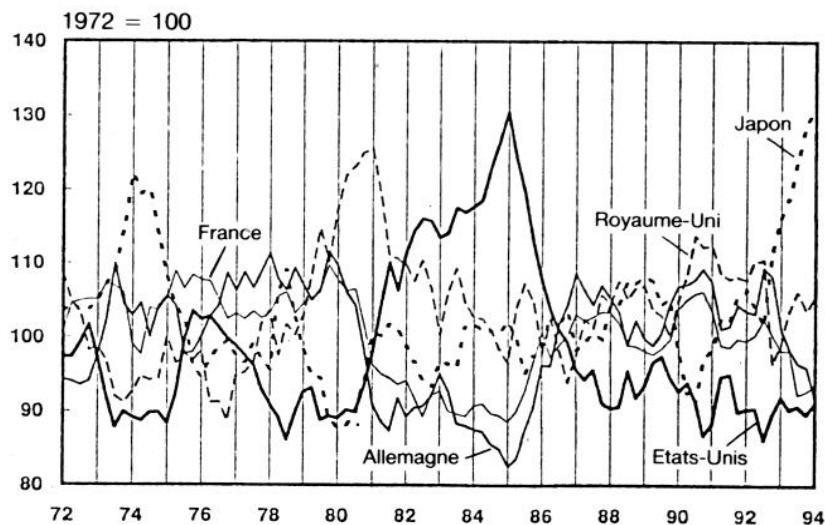
5a. Parts de marché à l'exportation de produits manufacturés



5b. Parts de marché à l'exportation de produits manufacturés

les fruits de la modération de leurs coûts de main-d'œuvre et de leurs prix à l'exportation. La France et l'Allemagne ont fortement accru leur compétitivité externe depuis la mi-92, en dépit de leur politique de change fort (graphique 6). Cet effort leur permet aujourd'hui de conquérir des parts de marché, aussi bien vis-à-vis des Etats-Unis que du Japon. Au Royaume-Uni, en revanche, les effets des dépréciations passées tendent maintenant à s'estomper. La remontée rapide des prix des produits exportés, relativement aux autres pays industrialisés, entraînera une érosion des parts de marché, aujourd'hui stagnantes, au cours des trimestres à venir. La sous-évaluation chronique du dollar vis-à-vis du yen, jointe à la politique de déréglementation au Japon, a permis de sensibles gains de parts de marché des exportateurs américains. Mais la stabilité des prix relatifs à l'exportation en 1993 recouvre en fait une détérioration par rapport aux pays européens. La légère progression à venir des parts de marché américaines continuera donc à se faire au détriment des produits asiatiques. Le mouvement sera par la suite atténué par la remontée probable du dollar. Au total, les pertes seront supportées essentiellement par le Japon où l'important effort d'adaptation des industriels ne parvient pas à neutraliser la surévaluation du yen. Cet élément devrait permettre à partir de 1995 d'éroder l'important excédent bilatéral du Japon avec ses principaux partenaires, et de mettre un terme à la hausse continue du yen depuis trois ans.

6. Prix relatifs à l'exportation * de produits manufacturés



* Rapport du prix des exportations du pays considéré sur la moyenne pondérée des prix de ses principaux concurrents

Sources : OCDE, série A, Bundesbank, CSO, calculs OFCE.

Etats-Unis : atterrissage différé

L'activité a progressé au rythme de 4 % l'an au premier semestre aux Etats-Unis. Le second trimestre (+ 4,2 %) marque une accélération en rythme annuel par rapport au précédent (+ 3,3 %), mais au prix d'un fort gonflement des stocks. Le ralentissement de la consommation et des commandes de toutes natures en milieu d'année, puis des créations d'emploi durant l'été, a laissé présager une modération de l'expansion.

Amorce d'un atterrissage en douceur sous l'effet conjugué de la politique monétaire et budgétaire ou accident transitoire ? Le premier scénario qui permettrait, grâce à une hausse de l'épargne privée et une réduction du déficit public, le financement harmonieux d'une croissance équilibrée est loin d'être acquis. Jusqu'à la fin de l'été, les marchés financiers ont fait preuve d'un attentisme inquiet. Mais les plus récents indices suggèrent un rebond probable de l'activité américaine en fin d'année. Le risque de surchauffe n'est donc pas à écarter.

La production industrielle, dont la croissance semblait se tempérer, revenant d'un rythme annualisé de 10 % l'an durant les trois derniers mois de 1993, à 6,8 % au premier trimestre puis 4,9 % au second, renoue avec un rythme proche de 7 % durant l'été. La forte progression du baromètre de l'Association des directeurs d'achat (NAPM) confirme la vigueur de l'activité manufacturière à la fin du troisième trimestre. De même l'indice composite des principaux indicateurs, censé préfigurer l'évolution de la conjoncture dans les six mois suivants, crédibilise cette fermeté de tendance. Il a progressé de 0,6 % au mois d'août, après une hausse cumulée de seulement 0,3 % de mars à juillet. La pause de la production dans le secteur automobile, liée à un renouvellement de gamme, avait grandement contribué à créer l'illusion d'un ralentissement en douceur de l'activité américaine dès le second trimestre. Symétriquement, ce facteur technique doit conduire à tempérer le rebond récent. La forte progression de la production industrielle en août (+ 0,7 %), dernier point connu, est due pour moitié au bond de 8,9 % de la production de véhicules à moteur.

En lissant ce facteur, rares sont les éléments qui permettent de clairement diagnostiquer l'amorce d'un atterrissage de l'économie américaine. L'industrie continue à tourner au dessus de son potentiel, le taux d'utilisation des capacités égalant en août le pic atteint lors du précédent cycle, à 84,8 %. L'approche du point de saturation des capacités est pour l'instant favorable à l'investissement, dont la croissance vigoureuse (de l'ordre de 10 % l'an) n'est pas encore pénalisée par la montée, somme toute contenue, des taux longs. Mais le gonflement des commandes non satisfaites depuis le début de l'année, le rallongement des délais de livraison, et l'intensification des pressions à la hausse sur les prix de production (en particulier pour les biens intermédiaires) concourent au sentiment que l'économie tourne en surrégime. Le resserrement de la politique monétaire pourrait dès lors s'avérer rapidement plus curatif que préventif.

L'intensité des tensions à venir sur l'appareil de production, et du risque inflationniste et de renchérissement supplémentaire du coût de financement de l'économie, dépend essentiellement du potentiel de demande à venir et en particulier de la consommation.

Contrecoup de sa très forte progression à compter de la mi-93, la consommation a évolué irrégulièrement au cours des derniers mois. Les dépenses des ménages se sont sensiblement ralenties à partir du printemps dernier, permettant un redressement du taux d'épargne qui était tombé au niveau historiquement bas de 3,6 % au premier trimestre. Les

commandes de biens durables, après un vif essor entre la mi-93 et janvier 1994, ont ensuite marqué le pas, reculant de plus de 3 % jusqu'en juillet. Compte tenu de la vigueur de l'offre, cette baisse de régime de la demande a débouché sur un important gonflement des stocks de biens durables dans le commerce de gros et de biens non-durables dans le commerce de détail. Cet apparent décalage entre offre et demande au cours du second trimestre serait de nature, s'il se confirmait, à atténuer les frictions sur l'offre.

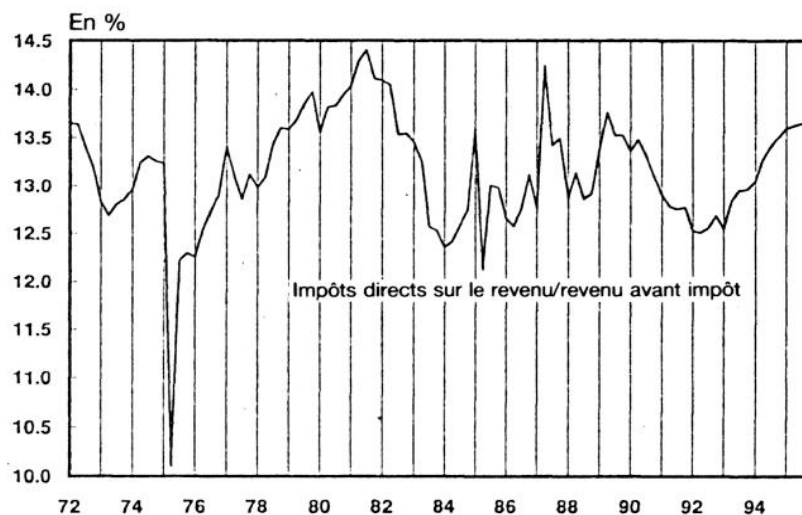
Si un rebond de la demande des ménages paraît se dessiner en fin d'année, il est probable cependant qu'il sera de nature transitoire. Les dépenses de consommation ont augmenté de 0,7 % en volume en août. Mais ce sursaut s'est réalisé aux dépens de l'épargne qui retrouve en août son bas niveau du premier trimestre. Soutenue par un recours accru au crédit (qui croît depuis le début de l'année à un rythme supérieur à 10 % l'an), la consommation devrait se montrer sensible à la hausse des taux d'intérêt et adopter un cheminement plus compatible avec la modération des gains de pouvoir d'achat. D'ailleurs, la confiance des particuliers se dégrade depuis trois mois, reflétant une détérioration du jugement sur la situation globale de l'économie, présente et à venir, en liaison avec la hausse du coût du crédit. La diminution des plans d'achat demeure en revanche limitée, ce qui permet d'envisager un infléchissement en douceur des dépenses. Les commandes de biens durables ont également rebondi de 6 % en août et enregistrent sur les douze derniers mois une hausse de 16 % en valeur. Mais l'augmentation la plus notable dans le secteur des transports (+ 19,1 %), en particulier dans l'automobile, laisse penser que le mouvement doit beaucoup à l'attrait des nouveaux modèles. En lissant ces phénomènes, l'inflexion de tendance à la baisse demeure.

L'accroissement de la pression fiscale et les limites à l'endettement, dans un contexte de hausse des taux, devraient continuer à refroidir la demande privée. L'essentiel des hausses de fiscalité prévues dans le plan OBRA 93 ont pris effet au cours de l'année fiscale 1994. Les relèvements de fiscalité directe sur les ménages, qui ont pour but de financer à hauteur de 175 milliards de dollars les 500 milliards de réduction cumulée du déficit sur cinq ans, devraient conduire à relever d'environ un demi point le taux d'imposition moyen des ménages au cours de l'année en cours. Du troisième trimestre de 1993, qui marque la fin de la précédente année fiscale, au deuxième trimestre de 1994, ce taux est déjà passé de 12,9 % à 13,3 % du revenu avant impôts des ménages. Le recours au crédit a permis jusqu'ici de différer l'impact négatif de la ponction fiscale. Le budget de 1995 ne prévoit pas d'alourdissement supplémentaire des impôts, mais en moyenne, et du fait des délais nécessaires pour obtenir la pleine efficacité des mesures introduites lors du précédent budget, la pression fiscale sera encore accrue (graphique 7). L'élargissement de l'assiette des hauts revenus, principale catégorie visée par le plan gouvernemental, jouera aussi dans ce sens.

La vigueur de la demande étrangère, compte tenu du bon niveau de compétitivité des exportateurs, en particulier vis-à-vis du Japon, renforcera les exportations. Conjuguée au rebond de la demande intérieure

jusqu'en début d'année prochaine, elle justifiera de nouvelles hausses de taux d'intérêt à court terme jusqu'au second trimestre 1995. Si la demande intérieure opère bien le repli prévu, cette vigueur des ventes à l'étranger favorisera ensuite un atterrissage en douceur, d'autant que la légère amélioration du solde courant qui l'accompagnera est susceptible d'atténuer les tensions sur les taux longs. C'est ce scénario optimiste qui est privilégié dans la présente prévision. Si, en revanche, le rythme de la consommation ne se tempère pas, l'économie américaine s'achemine vers une surchauffe et un ajustement différé, mais plus brutal, de son activité. L'efficacité de la politique monétaire américaine constitue donc un enjeu de taille, bien perçu par la Réserve fédérale et les marchés financiers. Et ce jeu serré n'est pas gagné d'avance au regard des indicateurs les plus récents.

Dans l'hypothèse retenue ici d'un atterrissage en douceur, les taux longs pourraient refluer vers la mi-95 sous l'effet bénéfique d'une restauration des comptes extérieurs et publics, et d'un retour en faveur du dollar. Au total, la croissance américaine, voisine de 4 % en 1994, serait légèrement inférieure à 3 % en 1995.



7. Taux d'imposition apparent aux Etats-Unis

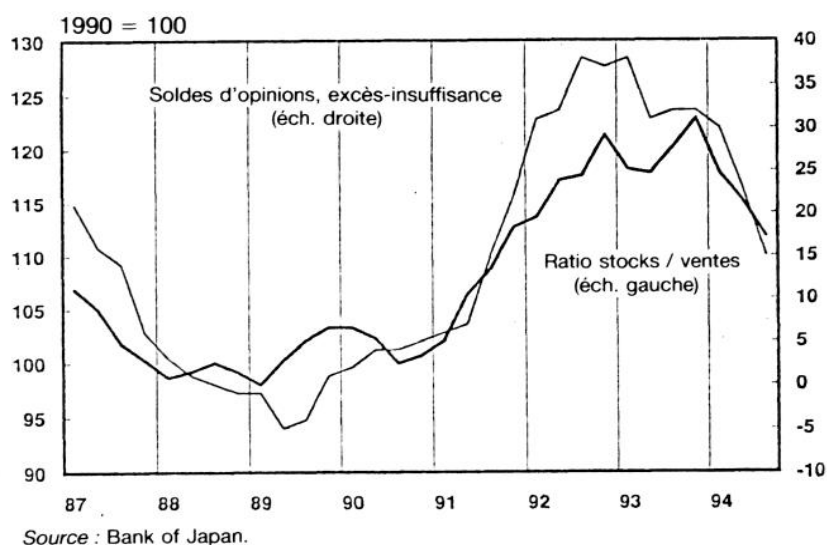
Source : Survey of Current Business.

Japon : repli sur la demande intérieure

Le Japon multiplie les signes de reprise malgré un deuxième trimestre décevant (recul de 0,4 % du PIB, après une progression de 1 % au premier trimestre). La production industrielle a rebondi à nouveau cet été, après un repli au printemps qui faisait douter de cette reprise. Au mois d'août, elle dépasse de 3,6 % son niveau de l'an dernier. La dernière enquête Tankan, réalisée par la Banque du Japon auprès des industries manufacturières au mois de juillet, confirme qu'une inversion de tendance s'est probablement opérée en début d'année. L'indice de confiance, calculé en solde d'opinion, s'est très sensiblement amélioré passant de - 56 en février à - 50 en mai puis - 39 en juillet. De plus, les produc-

teurs parviennent maintenant à maîtriser leurs stocks (graphique 8). Leur niveau décroît franchement depuis le début d'année, ainsi que le nombre d'entreprises se jugeant en excès de stocks de produits finis. Le solde d'opinion, tout en demeurant positif, a chuté de 15 points entre février et août pour revenir à son niveau d'il y a trois ans. Or l'écoulement des stocks est le préalable indispensable à un redémarrage durable de la production. Aussi, après trois années d'une récession atténuée par un important soutien public, le Japon paraît en mesure d'échapper à une période de stagnation prolongée comme l'a connue l'Europe continentale en 1993. La probabilité d'une reprise molle diminue également, car le haut niveau du yen impulse la demande intérieure, tandis que les pertes de parts de marchés externes sont plus que compensées par la vigueur de la demande étrangère.

8. Etat des stocks de produits finis dans l'industrie manufacturière



La production industrielle se redresse sous l'effet d'une consommation assez vigoureuse. Après un début d'année prometteur, les ventes de détail et les immatriculations automobiles, qui refluait au printemps, renouent avec la croissance durant l'été. Les ventes de détail progressent de près de 4 % en valeur dans la grande distribution entre mai et juillet, mouvement qui ne peut être réduit au seul surcroît d'achat de climatiseurs et de boissons lié à un été particulièrement chaud, à en croire le redressement de l'indicateur de confiance des consommateurs calculé en mai par l'Agence de planification économique. Les immatriculations redémarrent également à un rythme soutenu depuis mai. Leur hausse cumulée jusqu'en août avoisine 15 %. Ce mieux de la consommation doit être relié à la mise en œuvre depuis mars de l'allégement fiscal programmé lors du dernier collectif budgétaire. Les rabais consentis par les distributeurs, en particulier dans l'automobile, ont également secoué la morosité des consommateurs. Il semble aussi, à en croire l'évolution des salaires dans le secteur manufacturier, que l'étau de la rigueur salariale s'est desserré en début d'année. L'éveil récent de la demande privée de logements résidentiels confirme l'amélioration de la situation des ménages, puisque le redressement des mises en chantier, au rythme de 12 % depuis un an, n'est plus seulement le fait des agents publics.

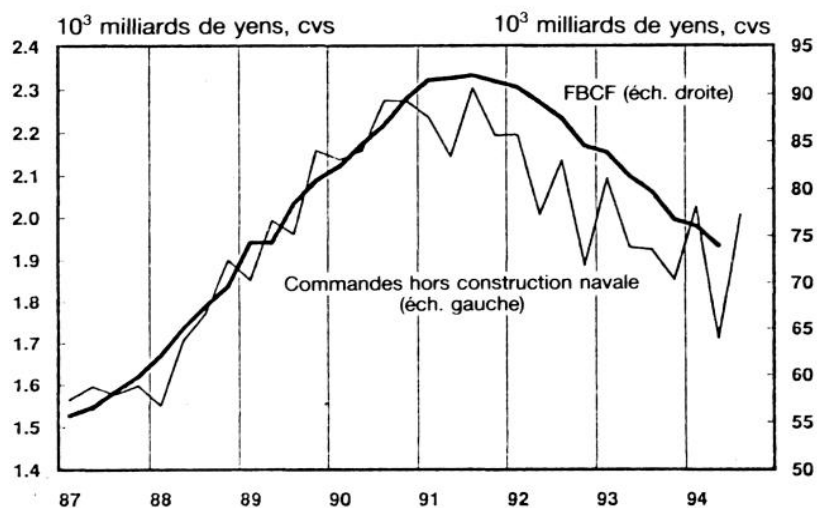
Le sursaut de la consommation peut apparaître prématuré et paradoxal. Il prend du moins à contre-pied la rigueur attendue des salaires et l'érosion de l'emploi. On pouvait jusqu'ici douter de l'efficacité de la politique d'allègement fiscal dans un contexte dominé par les comportements de précaution des consommateurs. Une augmentation additionnelle du yen risquait aussi d'aggraver la récession puisqu'elle isolait les industriels de la reprise mondiale, principale bouffée d'oxygène perceptible à court terme. Le redressement confirmé de la consommation incite aujourd'hui à retenir d'autres enchaînements. Le ralentissement continu des prix de détail, et même leur légère baisse en tendance depuis le début de l'année, ne doit plus être seulement interprété comme un symptôme de déflation. Il transmet aussi aux japonais des gains de pouvoir d'achat liés à l'appréciation du yen. La hausse de la devise nipponne handicape certes les exportateurs. Elle diminue aussi le prix des matières importées, c'est-à-dire les coûts de production en amont, et atténue de ce fait la traditionnelle et nécessaire ponction qui s'exerce sur les ménages durant une période d'ajustement. La vigueur des importations, qui détonnait jusqu'ici avec l'atonie de la demande intérieure, amplifie ce mouvement de baisse des coûts et des prix importés. Elle renforce le pouvoir d'achat domestique et accroît la capacité d'adaptation des prix à l'exportation. Si l'on relie cette évolution au début de mouvement de déréglementation qui a élargi le recours des grands réseaux de distribution à l'approvisionnement étranger, et encouragé la pratique des rabais, le rebond de la consommation paraît reposer sur des bases solides.

De nombreux indices laissent penser que l'ouverture croissante de l'économie japonaise à la concurrence influence aujourd'hui le déroulement du cycle. La résistance affichée des japonais dans le cadre des négociations commerciales bilatérales avec les Etats-Unis, ne doit pas dissimuler les efforts décisifs réalisés dans le domaine de la déréglementation du système de distribution. L'opacité et la complexité du réseau de distribution était bien au cœur du dispositif de verrouillage du marché nippon. La faiblesse des importations manufacturières, les distorsions de prix relatifs, comme le manque de viabilité des projets d'implantations, relevaient principalement de la difficulté de diffusion des produits, liée à l'inertie des comportements d'approvisionnement et de consommation. Or, incontestablement, cet argument faiblit. Les grands distributeurs, qui achètent aujourd'hui des biens étrangers à coût réduit, provoquent une baisse généralisée du prix des produits. Entre les premiers semestres de 1993 et 1994, les prix de ventes affichés par les grands distributeurs baissent de 6 %. Les consommateurs commencent ainsi à prendre goût à ces produits diversifiés moins chers, d'autant plus accessibles qu'ils sont regroupés dans des grandes surfaces, phénomène nouveau dans le pays. Les seules statistiques disponibles, réalisées par la Banque de Tokyo, estiment que 28 % des consommateurs ont déjà modifié leur façon d'acheter.

Le raffermissement de la consommation devrait donc se confirmer au cours du deuxième semestre 1994 et au delà, appuyé par des gains de pouvoir d'achat du revenu disponible de l'ordre de 3 % cette année et de 3,5 % en 1995. La réforme fiscale du printemps sera complétée par une réduction supplémentaire des impôts directs à partir de l'an prochain,

sans compensation immédiate. Les ménages japonais bénéficieront de 5 500 milliards de yens d'exemption en 1995 (soit 1,5 % de leur revenu disponible), puis de 3 500 milliards en 1996. Le relèvement de la taxe sur la consommation, destiné à compenser le manque à gagner de l'Etat, est quant à lui reporté au mois d'avril 1997. L'ouverture croissante de l'économie signifie aussi que la croissance à venir aura un fort contenu en importations, élément qui modérera le rythme de la croissance en 1995, surtout dans l'hypothèse retenue ici d'un yen qui conserverait l'essentiel de son appréciation antérieure. Sans pour autant redémarrer, l'investissement en équipement n'exercera plus un effet dépressif sur la demande globale à partir du début de 1995, hypothèse que confortent les enquêtes sur les plans à venir d'investissement et l'évolution récente des commandes de biens d'équipement (graphique 9). Le dollar revenant à hauteur de 105 yens, les exportateurs japonais seront aptes à capter le dynamisme de la demande asiatique et européenne, en dépit d'une érosion continue de leurs parts de marché. Au total, la croissance nipponne pourrait dépasser 3 % en 1995, après 1 % en 1994, tirée principalement par la consommation et l'investissement résidentiel, mais pénalisée par un fort degré de pénétration et une incitation toujours vive à la délocalisation. Elle continuera de plus à bénéficier d'un important soutien public, comme le suggère le nouveau plan décennal d'investissement public proposé début octobre. Ce dernier entérine, et surtout intensifie, les efforts consentis lors des précédents collectifs. L'Etat nippon ne paraît ainsi pas disposé à opérer un repli, au moment où la demande privée frémit.

9. Commandes de biens d'équipement et investissement productif



Source : Bank of Japan.

Les pays émergents : croissance et ajustement

Après une accélération de leur croissance en 1993, les deux régions les plus dynamiques des pays en développement, l'Asie et l'Amérique latine, devraient continuer à croître sur des rythmes respectifs de 7 % et

3-3,5 % au cours des deux années à venir. Si, dans leur majorité, les pays du Soleil Levant progressent à des rythmes proches, voire supérieurs en 1995, à celui de leur potentiel, les pays latino-américains par contre continuent leur programme de stabilisation et de lutte contre l'inflation. Hors Brésil, la croissance s'est ralentie en 1993 et devrait rester modérée en 1994, avant de repartir plus rapidement l'année suivante.

L'Asie reste incontestablement la région du monde où l'expansion demeure la plus ferme.

Comme en 1992, la Chine a continué d'afficher un taux de croissance de 13 % en 1993, malgré les mesures de refroidissement prises par les autorités pour éviter la relance de l'inflation et limiter le creusement du déficit extérieur. En 1994, les objectifs sont de contenir la croissance à 9 % et l'inflation à 10 %. On sait déjà que, malgré le ralentissement du PIB au premier semestre, aucun d'eux ne sera atteint. L'activité pourrait croître d'au moins 10 % et l'inflation rester supérieure à ce chiffre, du fait des nouvelles mesures fiscales (hausse de la TVA) et de la dévaluation de 45 % du taux de change officiel (1/3 environ des importations sont payées au cours officiel). L'ajustement devrait se poursuivre en 1995 et ramener la croissance autour de 8 %.

En 1993, les quatre petits dragons asiatiques affichaient un taux moyen de 6 %, légèrement inférieur à celui des quatre autres de l'ASEAN hors Brunei. Au cours des deux années suivantes, la croissance devrait s'accélérer autour de 7 %, malgré un ralentissement prévisible en 1995 dans le premier groupe de pays. Fortement dépendantes de la dynamique du commerce international, ces économies ont jusqu'ici largement tiré parti de la croissance américaine, de l'amélioration de leur compétitivité à l'exportation et de la dynamique intra-zone. Davantage orientés vers les Etats-Unis, les pays de l'ASEAN ont pu bénéficier de l'appréciation du yen face au dollar, tandis que la Corée du Sud voyait ses parts de marché progresser sensiblement en Asie, notamment en Chine, avec des produits concurrençant directement ceux du Japon : chantiers navals, sidérurgie, automobiles, semi-conducteurs. En 1994 et 1995, les ralentissements américain et chinois, partiellement compensés par les reprises européenne et japonaise pourraient freiner les exportations de ces pays, d'autant que les effets bénéfiques de l'appréciation du yen pourraient progressivement s'épuiser. Simultanément, la demande intérieure s'est raffermie en 1994, sous l'effet des hausses de salaires et du redressement des profits des entreprises, et devrait constituer en 1995 le moteur de la croissance. La consommation resterait soutenue ainsi que les investissements, privés et publics, nationaux et étrangers. De vastes programmes de dépenses d'infrastructure sont lancés, en Malaisie (dont la construction d'une autoroute Nord-Sud de 850 km), en Corée du Sud (surtout dans les transports), en Indonésie, Philippines, Thaïlande, ou poursuivis, comme à Taïwan. Simultanément, les flux de capitaux étrangers, importants en 1993 bien qu'inférieurs à 1992, devraient profiter des mesures de déréglementation prises dans certains pays. A Taïwan, le plafond fixé pour la participation étrangère dans les entreprises natio-

nales a été relevé à 50 %. En Corée du Sud, un des marchés les plus fermés d'Asie, il doit passer de 10 % à 12 % à partir du premier décembre 1994, et à 15 % en 1995. En Inde et en Thaïlande, les marchés publics s'ouvrent au capital étranger. Néanmoins, l'emballement de la demande interne pourrait s'accompagner d'un revirement monétaire, notamment dans les NPI, du fait des tensions sur le marché du travail. Déjà début 1994, des signes de reprise d'inflation étaient enregistrés, alimentés entre autres par le renchérissement des importations, en même temps que les soldes commerciaux se dégradent sensiblement.

En Amérique latine, l'expansion se poursuit à un rythme beaucoup plus modéré, car contraint par la poursuite des ajustements structurels. Contrairement à l'Asie, ensemble de pays relativement bien intégrés, l'Amérique latine se distingue par des conjonctures plus disparates et des contraintes d'ajustement encore lourdes. Ainsi, le ralentissement, hors Brésil, de 1993 a été principalement dû à la poursuite des politiques de stabilisation économique et de désinflation, et à la dégradation de la compétitivité à l'exportation. Ainsi en est-il de l'Argentine, du Mexique et du Chili par exemple, même si d'autres facteurs ont joué un rôle non négligeable : incertitudes liées à la ratification de l'ALENA par le Congrès américain, baisse des termes de l'échange au Chili avec la chute des cours du cuivre. Les plans d'ajustement s'appuient largement sur un contrôle nominal étroit des taux de change vis-à-vis du dollar, ce qui, du fait de la surévaluation des devises, favorise la désinflation. Ainsi, au Mexique et en Argentine, les taux d'inflation sont tombés en dessous de 10 %, et sont attendus à 3,5 % en Argentine, fin 1994 comme à la fin de 1995. Au Brésil, l'introduction de la nouvelle monnaie en juillet dernier, le Real, indexée sur le dollar, a permis de ramener le taux d'inflation de 50 % à 2 % entre juin et août dernier.

Si le relâchement monétaire devrait être possible dans le courant de 1994, et permettre progressivement la reprise de la demande intérieure, la politique cambiaire retenue pourrait limiter le mouvement et peser sur la croissance. En Argentine, au Chili, au Brésil, les ajustements internes se poursuivraient en 1994, et la croissance ne repartirait pas avant la fin de l'année. Au Mexique, après un an de stagnation, les incertitudes politiques jusqu'aux élections du mois d'août dernier et la hausse sensible des taux d'intérêt de court terme, en réaction à la dépréciation du peso, ont freiné la croissance à 2 %. En 1995, les effets de l'ALENA devraient se faire pleinement sentir, tandis que les exportations profiteraient du surcroît de compétitivité. Au Pérou, la croissance devrait être particulièrement dynamique tandis qu'en Bolivie et en Colombie, elle resterait plus contenue.

Si, aujourd'hui, la réussite des programmes de lutte contre l'inflation apparaît comme le garant de la croissance à moyen terme et la condition au retour des capitaux dans la zone, nécessaire au financement du développement, elle semble malgré tout avoir ses contreparties. La reprise de la croissance depuis 1991, dans un environnement plus stable que dans le passé, s'est accompagnée d'un retour des capitaux étrangers, principalement sous la forme d'investissements directs et de prises

de participation. En 1993, ces flux représentaient deux tiers du total des ressources nettes à long terme, contre moins de la moitié en 1990 et moins d'un tiers en 1986. Pour faire face à ces entrées de capitaux, dont une partie est particulièrement volatile, les autorités monétaires ont dû procéder à des stérilisations parfois pénalisantes pour la demande interne, afin d'éviter les dérapages inflationnistes (cas du Brésil aujourd'hui). L'appréciation corrélative des changes a pu gêner la compétitivité externe des producteurs locaux et stimuler des flux d'importations, sans rapport avec l'évolution des demandes intérieures. De ce fait, le regain de croissance s'est accompagné de l'apparition de déficits commerciaux qui perdurent. Malgré le ralentissement de l'activité en 1994, et la bonne progression des exportations, ces déséquilibres pourraient s'amplifier, incitant les gouvernants à tout faire pour continuer à attirer les capitaux étrangers.

Passée la déflation, les décalages conjoncturels s'atténuent en Europe

D'intenses décalages conjoncturels intra-européens ont caractérisé le dernier cycle économique. Le Royaume-Uni a connu, et connaît encore, une avance systématique, dans le sillage des Etats-Unis ; la phase de surchauffe a été prolongée en Allemagne par les effets immédiats de l'unification puis, la récession allemande, qui a largement entraîné celle de la France, a fait du « noyau dur » le wagon de queue de la reprise ; en 1993, les pays dévaluationnistes d'Europe du Sud et de Scandinavie se sont appuyés sur les exportations pour amorcer cette reprise plus tôt que leurs partenaires d'Europe continentale. Ce décalage se lit dans l'évolution des carnets de commandes étrangères, des exportations et, moins nettement, de la production industrielle, composante de l'offre qui a le plus directement bénéficié de ce courant exportateur. En 1994, avec l'atténuation des effets des dépréciations et la reprise des demandes internes, ces décalages observés se résorbent partiellement, alors même que l'on assiste à un retournement plus ou moins brutal des comportements de stockage selon les pays. Les conditions de l'activité industrielle, côté offre (normalisation du degré d'utilisation des facteurs de production et perspectives positives de production) et côté demande (croissance de la demande perçue et anticipée, retour à la confiance des consommateurs), tendent à s'harmoniser entre pays européens au début de 1994. Les perspectives de prix font de même, après les inégales tendances déflationnistes des années 1992-1993.

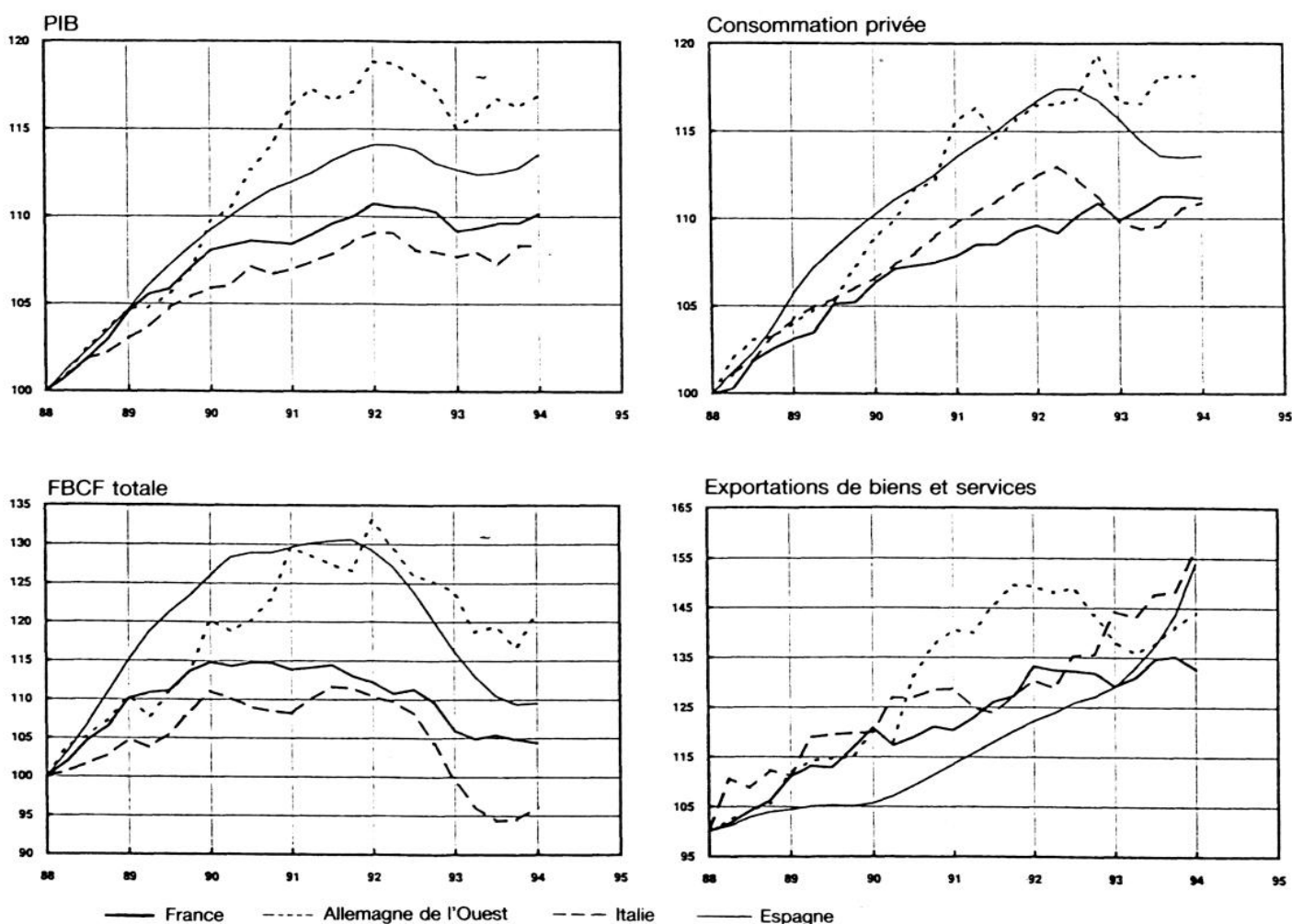
L'appréciation de ces décalages conjoncturels est plus difficile lorsqu'on s'intéresse à l'activité agrégée. Existe-t-il une période de base qui permette une comparaison assurée des activités nationales et d'apprécier les décalages conjoncturels aussi bien en niveau qu'en variation ? Les différents pays sont-ils, ou non, loin de leur niveau tendanciel et comment ces écarts comparés évoluent-ils ? Afin d'illustrer cette difficulté, on a confronté pour quatre pays européens continentaux, les évolutions du PIB, des exportations, de la consommation privée et de la formation

brute de capital fixe, en retenant successivement le premier trimestre 1988 puis le premier trimestre 1992 comme base de départ : la première date correspond à un trimestre où l'activité européenne agrégée, en phase d'expansion, était proche de son niveau potentiel (mais ce n'est pas aussi vrai pour chacun des pays pris à part) ; la seconde correspond à un moment de commune stabilisation transitoire du niveau d'activité, avant la franche entrée en récession de l'année 1992.

Si l'on part du premier trimestre 1992, date plus intéressante pour comparer les variations récentes plutôt que les niveaux de l'activité, les profils du PIB, au-delà des chiffres au trimestre le trimestre, sont très proches entre la France, l'Italie et l'Espagne. Le profil allemand n'est pas radicalement différent mais la récession germanique, dès lors qu'elle s'engage en 1992, est surtout plus ample. Partir du début 1988 relativise cette vision, en rappelant que l'expansion préalable à 1992 avait été d'une intensité variable selon les pays. Les niveaux d'arrivée différents

10. La croissance économique

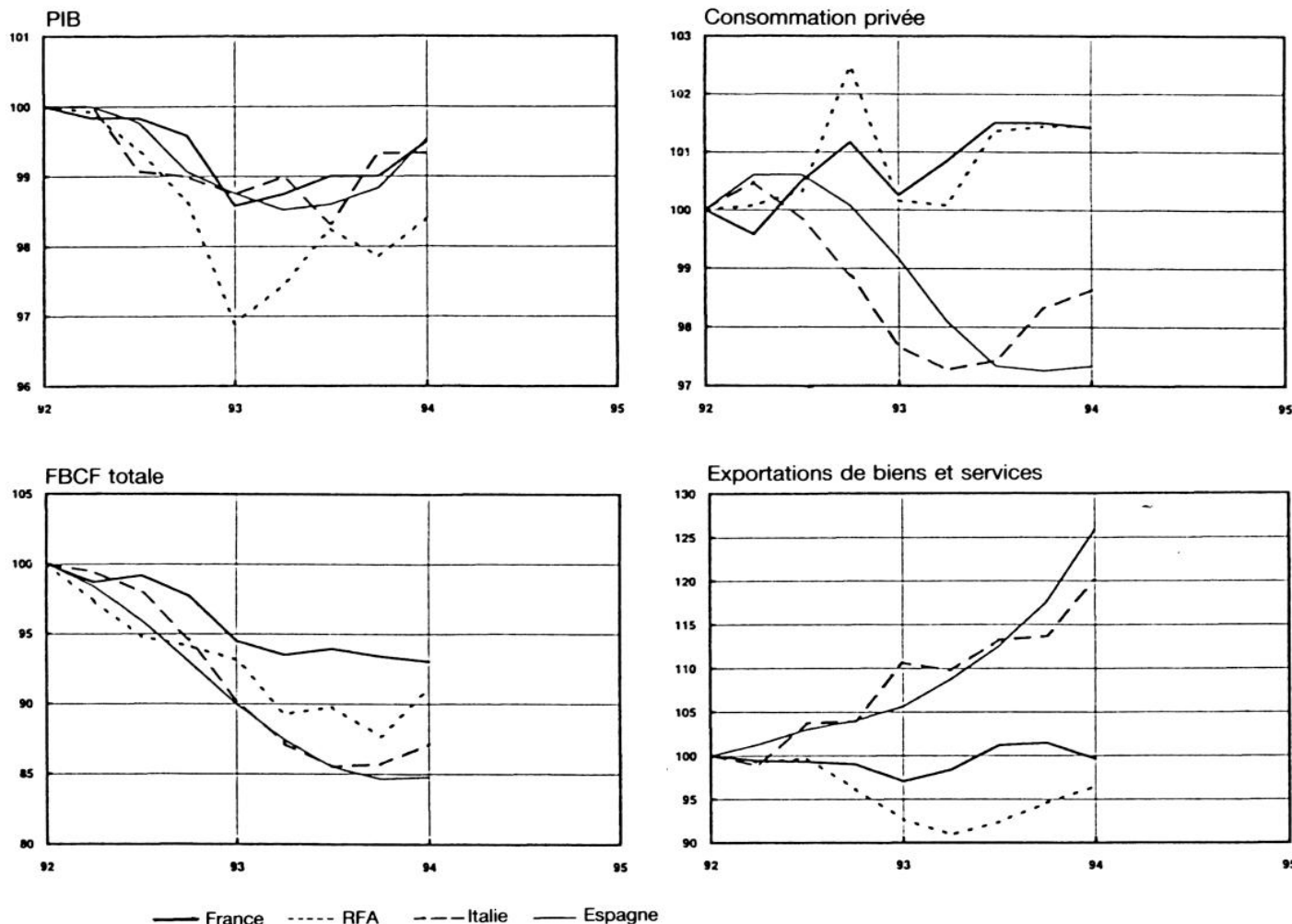
1^{er} trimestre 1988 = 100, en volume



Source : Comptes trimestriels de l'OCDE.

11. La croissance économique

1^{er} trimestre 1992 = 100, en volume



Source : Comptes trimestriels de l'OCDE.

manifestent sans doute la subsistance d'écarts conjoncturels que les évolutions plus récentes de 1992-1993 n'ont que partiellement corrigé : l'Allemagne a certes chuté fort, mais à partir d'un pic d'activité très élevé, si bien que son niveau d'activité actuel paraît moins éloigné du niveau potentiel que celui des autres européens. Au demeurant, le retour, au cours de 1994, à l'équilibre des paiements courants pour l'Italie et l'Espagne, le gonflement des excédents français et belge, et en revanche le maintien d'un déficit allemand, confortent cette idée. Si l'on avait affaire à des économies autonomes, il ne serait pas illogique d'en attendre une remontée de l'activité plus vive pour la moyenne des européens continentaux que pour l'Allemagne : une telle tendance spontanée s'inscrit peut-être dans certains indicateurs (comme les carnets de commande globaux) ; mais, comme on l'a vu, les contraintes budgétaires et monétaires risquent fort de s'opposer, courant 1995, à sa réalisation.

De fait, les contraintes d'ajustement qui pèsent sur les partenaires de l'Allemagne expliquent que les décalages conjoncturels soient plus diffi-

ciles à saisir au niveau de l'activité agrégée. Un écart conjoncturel *ex ante* avec l'Allemagne, bien repérable dans les postes d'offre et de demande qui réagissent le plus rapidement, est d'emblée partiellement résorbé dans les agrégats observés, en raison du poids exercé par l'économie dominante de l'Europe. D'autre part, les pays continentaux dévaluationnistes ont pratiqué en 1992-1993 des ajustements violents de la demande interne de consommation et d'investissement, qui se sont traduits par des baisses spectaculaires des agrégats correspondants : les gains d'exportation n'ont pas suscité dans l'immédiat un effort supplémentaire d'investissement, prenant dans la production la place laissée par la compression de la demande interne. En 1992 et 1993, la chute de la FBCF n'est pas inférieure en Italie et en Espagne à celle que connaît l'Allemagne. Au début de 1994, la stabilisation ou l'esquisse d'un redémarrage de l'investissement s'opèrent en commun.

Ainsi, malgré les forces observables qui ont fait diverger les trajectoires conjoncturelles des pays européens durant les années récentes, la réalité d'une conjoncture commune finit aussi par s'imposer. Cette harmonisation est le résultat des interdépendances entre les économies, bien plus que d'une volonté. Au moment où elle se dessine, les politiques économiques sauront-elles la mettre à profit pour consolider ensemble la reprise européenne ?

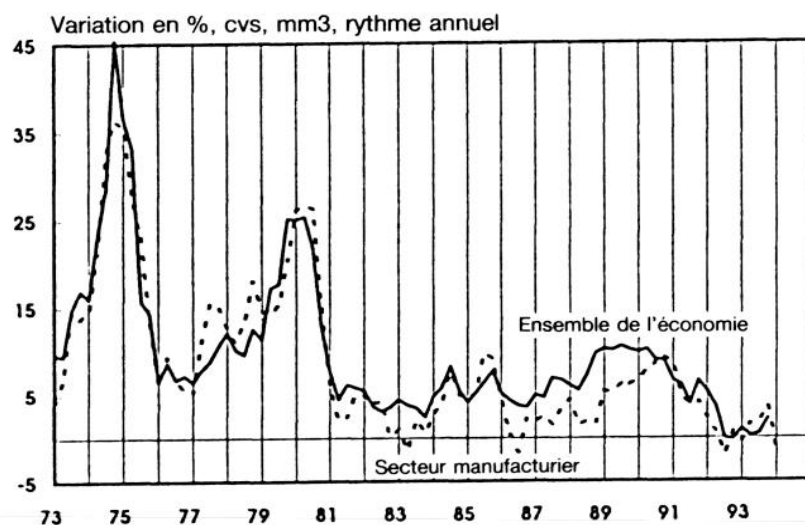
Royaume-Uni : avant que la surchauffe ne pointe

En avance de six trimestres environ sur le reste de l'Europe, la reprise britannique a laissé progressivement place à une phase d'expansion soutenue. Le rythme annualisé de croissance est passé de 2,6 % au deuxième semestre 1993 à 3,6 % au premier de 1994. Plus élevé que prévu, il ne peut être longtemps extrapolé quand on sait que celui soutenable à moyen terme sans inflation est probablement moitié moindre. C'est pourquoi, et ce malgré la désinflation récente, les autorités monétaires ont préféré intervenir préventivement en relevant le 12 septembre dernier d'un demi point leur taux d'intervention, à 5,75 %. Après trois ans et demi de relâchement des taux, cette reprise en main des instruments de contrôle monétaire est destinée à rassurer les marchés : l'objectif est de maintenir une croissance équilibrée, et donc d'éviter que se développent les anticipations inflationnistes.

Dans l'immédiat, les risques de reprise de l'inflation restent minimes. Les prix de production et de détail ont continué à décélérer jusqu'à cet été. En août, l'indice des prix a progressé de 2,3 % sur un an. Si le point bas a probablement été atteint au cours des derniers mois, l'augmentation des prix devrait malgré tout rester modeste à court terme. Dans le secteur manufacturier, les enquêtes auprès des chefs d'entreprises soulignent que depuis le début de l'année la majorité d'entre eux ont l'intention de relever leurs prix dans les prochains mois. Mais ce changement de comportement s'explique davantage par le renchérissement des matières premières destinées à l'industrie depuis fin 1993 et la volonté de

tirer profit de la vigueur de la demande pour redresser les marges, que par un dérapage des coûts. L'inflation sous-jacente reste pour le moment sous contrôle, les entreprises continuant de resserrer les coûts. Jouant davantage, que lors des précédentes reprises, sur la flexibilité du travail (développement du travail à temps partiel, contrats avec annualisation des heures de travail) et moins sur le niveau d'emploi, qui s'est stabilisé très rapidement, elles dégagent d'importants gains de productivité horaire (+ 5 % en rythme annuel au premier semestre), tandis que la croissance des salaires n'a jamais été aussi modérée en cette phase du cycle. Les coûts unitaires de la main-d'œuvre restent donc pour le moment bien maîtrisés (graphique 12).

Cependant, au delà des prochains mois, les risques d'accélération des prix existent si les réserves de productivité s'épuisent trop rapidement, ce qui n'est pas à exclure étant donné les tensions sur les capacités de production qui commencent à apparaître dans certains secteurs. Les délais de livraison dans les industries de biens intermédiaires s'allongent depuis le printemps dernier. Et déjà, des hausses de prix ont été enregistrées dans plusieurs secteurs (papier, plastiques, acier).



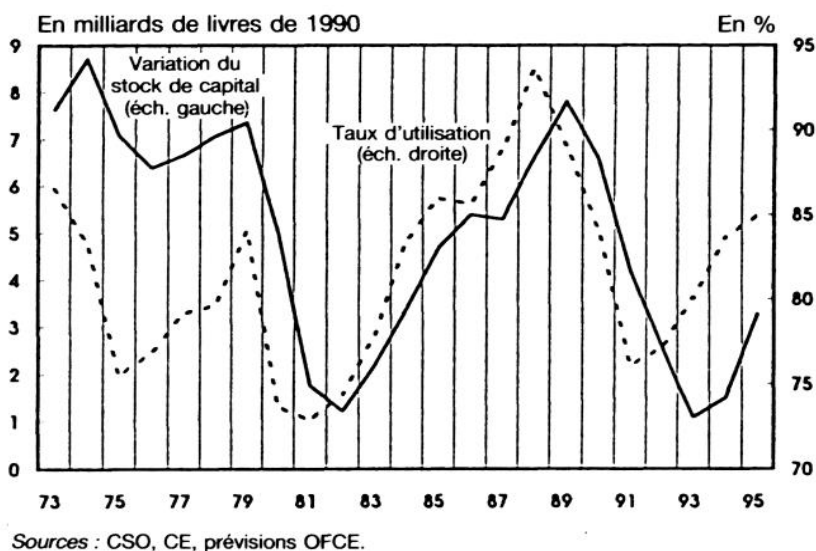
12. Coûts salariaux unitaires au Royaume-Uni

Source : CSO.

Depuis le début de l'année, la croissance du PIB résulte davantage de l'investissement productif, notamment de celui du secteur manufacturier, après cinq ans de baisse. Cette reprise de l'investissement manufacturier intervient tardivement. Habituellement décalée d'un an par rapport au creux de l'utilisation des capacités de production, elle aurait dû, selon ce schéma, avoir lieu dès le début de 1993. Le retard actuel intervient après une période où le stock de capital a augmenté très lentement dans ce secteur, surtout depuis 1990 : pendant la récession, l'investissement manufacturier a baissé en même temps que le taux de déclassement s'accélérait (graphique 13). De ce fait, 54 % seulement des entreprises travaillent en dessous de leur capacité au deuxième trimestre 1994 selon

le patronat britannique, contre 67 % lors de la même phase du cycle en 1983. Il faudrait donc une progression particulièrement vive de l'investissement pour que s'accroisse suffisamment le stock d'équipement et que soient évitées des tensions sur les capacités. A cet effet, le resserrement monétaire, dans la mesure où il est destiné à casser le développement des anticipations inflationnistes et infléchir la hausse des taux longs, devrait faciliter les conditions de financement des entreprises, en même temps qu'il devrait rassurer les investisseurs sur le maintien d'un environnement à faible inflation, seul susceptible de préserver les profits. Cela devrait aider aux réajustements des taux de rendement escomptés des investissements physiques, jugés encore insuffisants par un grand nombre de firmes. Pour le moment, les dépenses sont financées par ressources propres et émissions de titres. Dégageant de substantiels excédents de trésorerie, les entreprises préfèrent poursuivre leur désendettement et éviter tout recours à l'emprunt : sur chacun des deux premiers trimestres, les engagements bancaires ont été réduits de 1,1 milliard de livres.

13. Variation du stock de capital et taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier



La consommation des ménages s'est ralentie sensiblement depuis le début de l'année, après s'être accélérée au deuxième semestre 1993. Elle est revenue d'un rythme annualisé de 3,8 % à 2,4 % entre les deux périodes. Au cours des mois suivants, la modération se confirme. Les ventes au détail ont crû faiblement en dépit des remises des détaillants sur certains biens, notamment ménagers. Les immatriculations automobiles se sont légèrement redressées durant l'été, après un ralentissement au premier semestre, mais restent très en deçà des attentes des constructeurs. Enfin, les crédits à la consommation se maintiennent à haut niveau, mais leur progression s'est atténuée depuis la fin de 1993.

L'investissement en logements (construction de logements neufs et travaux de réhabilitation) montre également des signes de ralentissement. Après une progression rapide jusqu'au début de l'année, il stagne au

printemps dernier de même que les mises en chantier et les commandes. Les prêts hypothécaires approuvés et débloqués par les banques et les « *building societies* » baissent au cours de l'été.

Anticipé lors de la précédente prévision, ce ralentissement s'explique par la faiblesse des revenus distribués. Les revenus réels restent contraints par l'absence de créations d'emplois et la lente évolution des salaires, et sont amputés par le relèvement de la fiscalité depuis avril dernier. Le développement de la consommation continue donc d'être financé par la baisse du taux d'épargne et le recours aux crédits. Dans les mois à venir, le resserrement monétaire devrait se faire sentir, d'autant qu'il vient se superposer à partir d'avril 1995 à de nouvelles pressions fiscales (relèvement de 8 à 17,5 % de la TVA sur l'énergie domestique, hausse des taxes sur l'essence et le tabac) et à d'autres mesures budgétaires (réduction à 15 % de l'abattement fiscal au titre des intérêts hypothécaires, gel pour trois ans des salaires dans la fonction publique). Dans ces conditions, la consommation des ménages pourrait à nouveau se ralentir, le taux d'épargne recommençant à augmenter vers le milieu de l'année prochaine du fait du renchérissement du crédit. Néanmoins, les revenus des ménages pourraient malgré tout augmenter un peu plus rapidement en 1995, du fait des créations d'emplois et des hausses de salaires concédées.

L'investissement en logements devrait être particulièrement vulnérable au relèvement des taux courts, dans la mesure où les taux hypothécaires sont indexés sur les taux à trois mois. Déjà, les principaux organismes financiers ont intégré le mouvement et n'hésiteront pas à recommencer lors des prochaines hausses. Sachant que les nouvelles mesures fiscales rendent l'investissement en logements moins attractif qu'auparavant, les ménages seront moins enclins à acheter.

L'environnement extérieur, qui avait bridé la croissance britannique au deuxième semestre 1993, l'a vivement stimulée durant la première moitié de 1994 et devrait continuer à le faire en 1995. Dans le secteur manufacturier, les gains de parts de marché réalisés par les exportateurs britanniques depuis la fin de 1992 ont pu être confirmés, et même augmentés, au premier trimestre 1994, en même temps que la demande adressée au Royaume-Uni s'est accélérée. L'appréciation de la livre en 1993, qui a laissé malgré tout la devise en dessous de sa parité d'avant sa sortie du SME, s'est transmise dans les prix, mais n'a pas entraîné de recul des parts de marché. Les exportations de pétrole ont augmenté massivement en 1993 et au début de cette année, et celles de produits manufacturés ont progressé très rapidement sur le premier semestre. En 1995, le ralentissement des hausses de taux à long terme, voire leur repli éventuel en fin d'année, conjugué à de meilleurs rendements à court terme, devraient attirer les capitaux étrangers et soutenir la livre, surtout vis-à-vis des monnaies européennes. Les prix à l'exportation pourraient alors s'accroître plus vite que chez les concurrents européens, qui bénéficieraient d'une meilleure position concurrentielle. Un désavantage relatif en résulterait qui pourrait se traduire par une légère perte de parts de marché. Mais, même sous cette hypothèse, les exportations resteraient suffisamment vives en 1995 pour continuer à stimuler l'activité.

Les importations, qui avaient beaucoup crû au deuxième semestre 1993, notamment celles de combustibles et de produits manufacturés, se sont ralenties sur la première moitié de l'année. Cette évolution passagère peut être liée à un excès d'achats anticipés, portant en particulier sur les biens intermédiaires. Néanmoins, ces importations devraient reprendre à un rythme soutenu d'autant que le cycle d'investissement est particulièrement dépendant des biens d'équipement étrangers.

Le déficit commercial a pu se réduire assez nettement depuis le début de l'année, en dépit de la vigueur de la reprise. Il faut souligner, malgré tout, que la résorption s'effectue exclusivement sur la région hors Union européenne et vient en grande partie du pétrole. En 1995, par contre, on peut s'attendre à une détérioration du solde, du fait d'une contribution négative du commerce extérieur et d'une légère baisse des termes de l'échange.

Allemagne : une remise en question efficace...

Après une année 1993 hésitante, *l'Allemagne de l'Ouest* s'est engagée début 1994 dans un mouvement de reprise vigoureux.

La décomposition par produits permet de localiser les composantes de la demande. Alors que les commandes intérieures adressées à l'industrie productrice de biens de consommation ne connaissent qu'un très faible redressement, les commandes de biens intermédiaires et de biens d'équipement se sont redressées de façon spectaculaire depuis le début de l'année. Les premières témoignent d'un mouvement de reconstitution des stocks-amont, au même titre que la progression soutenue des importations de matières premières et de produits semi-finis au cours du quatrième trimestre de 1993 et du premier trimestre de 1994. Les secondes témoignent quant à elles d'une réanimation de la demande en biens d'équipement ⁽¹⁾. Un regain analogue à celui des commandes intérieures s'est produit en février et mars pour les commandes à l'exportation, tirées principalement par les mêmes produits que les commandes intérieures.

On ne peut s'empêcher de lier l'évolution constatée début 1994 avec le changement d'orientation des conditions financières internationales. Jusqu'à la fin 1993, la détente de la politique monétaire allemande s'accompagnait d'une baisse des taux à long terme. L'écart entre les taux à long terme et les taux à court terme tendait à diminuer depuis le début de 1993, mais restait néanmoins négatif. Cette configuration a

(1) On note en effet une nette progression des commandes en machines-outils, en matériel électrotechnique et des immatriculations de camions neufs (+ 5,5 % au second trimestre en glissement annuel), c'est-à-dire des composantes principales de l'investissement en équipement des entreprises.

totallement changé début 1994. La forte remontée des taux à long terme (de près d'un point et demi pour les taux à dix ans) a mis une fin rapide et brutale à l'inversion de la structure des taux d'intérêt. En même temps, la hausse importante du prix des matières premières industrielles observée depuis fin 1993, dont l'origine tient à la vigueur de l'activité américaine, aurait été amplifiée par le report sur ces produits d'investisseurs délaissant les marchés obligataires.

La fin de l'inversion de la structure des taux d'intérêt a contribué à débloquer les comportements de dépenses d'investissement, fixe et surtout circulant. L'année 1993, dans son atonie, aura finalement été une année d'assainissement et d'amélioration des conditions de profit des entreprises ouest-allemandes. Les perspectives d'une poursuite de la baisse des taux d'intérêt à long terme tendaient cependant encore à privilégier les placements financiers par rapport aux investissements réels, dans l'attente d'une amélioration de la profitabilité et compte tenu des gains possibles en capital des placements financiers. La remontée des taux longs, accompagnée de doutes croissants sur le recul prochain des taux à court terme en Allemagne, a dès lors pu mettre fin au report de projets d'investissements, l'attrait des placements financiers ayant disparu et la période des rabais sur les prix semblant devoir bientôt s'interrompre. De même qu'il aurait joué en Allemagne, ce phénomène aurait également joué chez ses partenaires commerciaux et accéléré la croissance de ses exportations. La reprise de la production, ainsi que la hausse du prix des matières premières, auraient ensuite favorisé la reconstitution des stocks.

L'investissement en équipement et les échanges extérieurs n'ont cependant pas constitué le moteur essentiel de la croissance au cours du premier semestre, telle qu'elle ressort de l'examen des comptes nationaux. Tout au plus constate-t-on pour les biens d'équipement un léger retournement, annonciateur d'une reprise à venir. La progression des exportations a été accompagnée d'une poussée des importations de biens et services, qui ont limité l'impact positif des échanges extérieurs. En fait, l'essentiel de la progression du PIB au cours du premier semestre a reposé sur l'investissement en bâtiment et sur les variations de stocks, deux composantes dont l'interprétation est délicate, alors même que la consommation des ménages s'est ajustée fortement à la baisse au cours du second trimestre, suivant en cela un cheminement plus conforme à ses déterminants.

La très forte progression de l'investissement en bâtiment au cours du premier trimestre (+ 6 %) était en partie due à des facteurs exceptionnels. La tenue de la construction diffère beaucoup selon la clientèle. Le logement continue en effet d'être le moteur essentiel du bâtiment. Son boom, qui a débuté en 1988, reste alimenté par les mêmes éléments (solde migratoire, pénurie de logements), ainsi que par un niveau encore bas des taux hypothécaires, en dépit de leur remontée récente. Selon l'IFO, la forte progression des permis de construire observée courant 1993 tend à se poursuivre début 1994, ce qui incite à penser que la croissance de l'investissement résidentiel devrait se poursuivre en 1994,

l'essoufflement étant reporté à 1995. Les autres composantes restent pour l'instant orientées à la baisse : l'amélioration des perspectives de production dans l'industrie ne devrait se faire sentir qu'à partir de 1995 sur le bâtiment industriel et commercial. Enfin, la politique de consolidation budgétaire s'est soldée par une diminution des subventions accordées aux communes, principaux donneurs d'ordre des constructions publiques.

La vigueur du résidentiel n'empêchera pas un nouvel ajustement de l'investissement en bâtiment au cours des prochains mois, ce que confirme la dernière enquête d'opinion dans le secteur du bâtiment réalisée par l'IFO en juillet. Mais le bâtiment restera tout de même un élément de la croissance, tant en 1994 qu'en 1995.

Les variations de stocks, telles qu'appréhendées par la comptabilité nationale, incluent aussi des ajustements statistiques. En ce sens, elles sont à interpréter avec prudence. Sur un taux de croissance de 1 % du PIB au cours du second trimestre, ces variations auraient à elles seules exercé une contribution positive de l'ordre de 1,5 point. Il ne s'agirait désormais plus d'une simple baisse du déstockage, mais d'une réelle reconstitution des stocks. Les éléments sur les commandes et les importations de biens intermédiaires vont dans ce sens, et les enquêtes de conjoncture montrent que les entreprises ne considèrent plus guère que leurs stocks sont excessifs. D'ailleurs, l'observation des variations de stocks au cours des derniers cycles montre que les reconstitutions de stocks sont traditionnellement rapides et importantes au sortir d'une récession en Allemagne de l'Ouest : le décalage entre la reprise de l'activité et le passage du déstockage au restockage a été de l'ordre de deux trimestres au cours des précédents cycles. Les chiffres du second trimestre ne seraient alors pas un pur accident statistique. La reconstitution des stocks pourrait ainsi se poursuivre au cours des prochains mois et s'accélérer en 1995.

A présent que la croissance de l'économie ouest-allemande s'est enclenchée, quelle orientation va prendre la politique monétaire ? La Bundesbank a été plus prudente dans le recul de ses taux directeurs depuis le printemps, et la baisse des taux à trois mois finalement plus lente que prévue. La marge de manœuvre de la Banque centrale est en fait désormais limitée. L'évolution des prix reste bien favorable, même si une pause dans la décélération de l'indice des prix à la consommation s'est produite en août (la tendance sur trois mois en rythme annualisé est passée de 2,6 % en juillet à 2,9 % en août). Celle-ci serait due à la répercussion sur l'indice des prix à la consommation de la hausse du prix de l'énergie et des matières premières. Il n'en reste pas moins qu'en mai, par exemple, près de la moitié de la hausse des prix a été imputable à la hausse des prix administrés (contrôlés directement ou indirectement par l'Etat) et que la tendance sous-jacente est proche de 2 % en rythme annuel. La forte remontée du taux d'utilisation des capacités de production, et le gonflement des agrégats monétaires depuis le début de 1994, sont parfois interprétés comme annonciateurs de risques inflationnistes pour la fin 1994 et l'année 1995. Ces craintes paraissent pourtant exagérées.

rées. Le taux d'utilisation des capacités de production devrait rejoindre son niveau moyen au tournant de 1994-1995, mais, par ailleurs, le niveau actuel du taux de chômage reste élevé (8,3 % en août) et sa diminution ne se fera sentir qu'en 1995.

Les conditions du partage de la valeur ajoutée se sont retournées au profit des entreprises début 1993. L'indicateur du taux de marge retenu ici ⁽²⁾ s'est en effet redressé légèrement en 1993, puis, de manière accélérée, début 1994. Dans un premier temps, la poursuite de l'ajustement des effectifs dans un contexte de production étale s'est conjuguée au ralentissement des progressions salariales pour orienter à la baisse les coûts unitaires dans l'industrie. La reprise de la production depuis le début 1994 s'est traduite par une nette accélération des gains de productivité (+ 6,7 % sur les six premiers mois de l'année), alors même que des concessions importantes étaient réalisées sur le front salarial. La baisse des coûts unitaires s'en est trouvée accélérée (- 9,7 % sur les six premiers mois de l'année). Il est normal d'observer de telles évolutions en phase de reprise, de même que de voir le taux de marge des entreprises se redresser jusqu'à la période de blocage de l'économie, c'est-à-dire pendant le plus fort de la croissance. Mais le pessimisme ambiant que dégage encore, malgré l'enclenchement de la reprise, l'industrie ouest-allemande, conduit à s'interroger sur l'ampleur des ajustements à venir.

... imposée par une rentabilité industrielle insuffisante

L'industrie manufacturière ouest-allemande a souffert en effet d'une détérioration de sa rentabilité. Des estimations récentes réalisées par le DIW ⁽³⁾ tendent à montrer, qu'à la différence de l'ensemble des entreprises de production, les entreprises du secteur manufacturier n'avaient pas réussi à redresser, au cours des années quatre-vingt, la rentabilité économique de leur capital (mesurée par le ratio entre l'excédent net d'exploitation et le stock de capital évalué aux prix courants). Pour l'ensemble des entreprises de production, le redressement de la rentabilité économique a autant été le fruit de la modération des progressions salariales de la première moitié des années quatre-vingt, que de l'augmentation de la productivité apparente du travail, consécutive à l'effort soutenu d'investissement de la seconde moitié de la décennie. En 1991, avec 21,6 %, le taux de profit a ainsi atteint un de ses niveaux les plus élevés depuis 1962. La détérioration observée en 1992 et 1993 le ramènerait à son niveau de 1988, mais il resterait néanmoins nettement supérieur au minimum de 1982. Dans l'industrie manufacturière, le redres-

(2) Défini comme le rapport entre les prix à la production sur le marché intérieur et les coûts unitaires dans les industries manufacturières et extractives en Allemagne de l'Ouest.

(3) DIW Wochenbericht 10/94. Les estimations réalisées pour les entreprises de production excluent le secteur financier ainsi que le logement (les ménages sont classés, pour ce qui relève de leurs activités de logement, dans le secteur des entreprises). L'excédent brut d'exploitation est par ailleurs calculé avec déduction de l'équivalent d'un salaire pour les entrepreneurs individuels.

sement de la rentabilité économique a été plus limité, notamment en raison d'un moindre redressement du taux de marge. Le taux de profit serait ainsi retombé en 1993 à son niveau particulièrement déprimé de 1982. Face à une recrudescence de la concurrence internationale, le secteur exposé ⁽⁴⁾ a été de fait moins à même d'absorber des coûts unitaires, pourtant relativement stables jusqu'à la fin des années quatre-vingt, puis qui ont très fortement augmenté à partir de la réunification.

On conçoit dès lors que les entreprises du secteur manufacturier déploient des efforts accrus de contrôle de leurs coûts unitaires, par le biais d'une amélioration des gains de productivité et la maîtrise des salaires. La stabilisation de l'activité à bas niveau tout au long de l'année 1993, accompagnée de mesures de rationalisation des effectifs, a permis à la productivité horaire de se redresser plus tôt dans l'industrie que lors des précédents cycles, si l'on date le point bas de l'activité au quatrième trimestre 1993. Les cycles précédents avaient été caractérisés par une avance d'un à deux trimestres de la productivité horaire sur l'activité. En général, les taux de croissance de la productivité horaire avaient atteint au bout de six trimestres leur taux de croissance maximum puis revenaient sur leur progression tendancielle. A l'heure actuelle, et alors même que la reprise de l'activité ne s'accélère que depuis le premier trimestre 1994, la productivité horaire dans l'industrie a atteint son point bas au quatrième trimestre 1992, et croît donc depuis six trimestres. En rythme annualisé, les gains accumulés sur six trimestres de hausse de la productivité horaire sont de 7,6 %, soit des augmentations comparables à celles du cycle de productivité de 1974-1975 (sur le même nombre de trimestres et à partir du point bas du cycle de productivité) et supérieurs à ceux de 1982-1983. De ce fait, alors qu'au bout de deux trimestres de reprise de l'activité la productivité horaire atteignait lors des cycles précédents son niveau tendanciel (qui augmentait de 4,4 % en rythme annuel sur la période 1973-1979), son niveau actuel dépasse déjà la tendance des années 1987-1991 (qui augmentait de + 2,9 % en rythme annualisé).

Les accords salariaux, conclus au printemps 1994 dans l'industrie électro-métallurgique, autorisent des réductions importantes du temps de travail sans compensation salariale, ou avec compensation partielle ⁽⁵⁾. Il est encore trop tôt pour en tirer un bilan complet. Néanmoins, une première enquête, réalisée par l'IFO, tendrait à prouver qu'un sixième des salariés du secteur ont été concernés par l'une des deux formules possibles, notamment dans l'industrie automobile. Conçues pour contrôler les coûts unitaires, ces mesures s'insèrent néanmoins dans une volonté générale, de la part du patronat, de flexibiliser le temps de travail, ce qui pourrait autoriser des gains accrus de productivité.

La maîtrise des coûts unitaires passe aussi par une plus grande flexibilité des rémunérations. L'évolution traditionnelle des primes et

(4) L'industrie manufacturière représente un tiers de la valeur ajoutée totale de l'Allemagne de l'Ouest, mais 90 % des exportations et 70 % des importations (données disponibles pour l'Allemagne totale en 1992, en valeur).

(5) « Bilan des turbulences », *Observations et diagnostics économiques*, n° 49, avril 1994.

rémunérations annexes semble par exemple aujourd'hui remise en question ; la durée de compensation des heures supplémentaires est allongée. L'insistance de l'industrie ouest-allemande à vouloir redresser sa compétitivité devrait rendre les négociations difficiles en 1995, après le relatif consensus de 1994 qui s'est soldé par une progression très modérée des salaires conventionnels (2 % d'augmentation en moyenne annuelle pour 1994). Mais le recul du chômage sera seulement entamé au début de l'année 1995, à l'échéance de nombreuses conventions tarifaires. La progression des salaires pourrait ainsi être analogue en 1995 à celle observée en 1994. Même légèrement supérieure, elle n'empêcherait pas les coûts unitaires de se stabiliser, voire de baisser encore légèrement en 1995 dans l'ensemble de l'économie. Les entreprises seraient encore peu incitées à augmenter de manière notable leurs prix à la production, d'autant que la progression de la consommation restera très modérée et que la Bundesbank veille au grain... La hausse des prix devrait alors continuer de se ralentir au cours des prochains mois, pour atteindre un glissement annuel de 2 % en fin d'année 1995. Cependant, ceci résultera probablement de la poursuite de la désinflation hors industrie, plus que de nouveaux progrès dans celle-ci.

Cette évolution favorable de l'inflation ne devrait cependant pas inciter la Bundesbank à relâcher beaucoup plus ses conditions monétaires. Le redémarrage de l'activité la pousserait au contraire à rester neutre, sans donner d'impulsion supplémentaire à une économie déjà sur les rails. Tout au plus pourrait-on s'attendre à une baisse d'un quart de point de ses taux directeurs, mais qui ne se refléterait guère dans l'évolution des taux à trois mois. Il est ensuite vraisemblable qu'elle les maintienne à ce niveau tout au long de l'an prochain.

L'arrêt de la baisse des taux à court terme, combiné à une inquiétude latente quant à l'évolution future des prix, s'accompagnera d'une légère remontée des taux à long terme. L'investissement ne devrait cependant pas pour autant en être freiné, au contraire. L'évolution du taux d'utilisation des capacités de production depuis septembre, dans un contexte de production d'abord plate, traduit le fort ajustement du stock de capital réalisé par les entreprises durant la récession. L'incitation à investir en est augmentée. Mais, surtout, les entreprises ont nettement amélioré leurs conditions de profit courant 1993, alors que les placements financiers sont désormais moins attractifs. Une fois engagée, la reprise de l'investissement s'accélérera au cours des prochains mois.

La reprise de l'économie ouest-allemande devra bien peu à la consommation des ménages. L'évolution du marché du travail est certes plus favorable : la progression de l'activité s'est reflétée sur l'emploi, qui est désormais en passe de se stabiliser. Ceci confirme la spécificité actuelle de l'industrie manufacturière ouest-allemande. Dans l'ensemble de l'économie, le décalage entre l'emploi et l'activité n'aura finalement pas été différent des autres cycles. L'amélioration des perspectives de croissance se traduira également par une progression légèrement plus importante de l'emploi en 1995, quoique fort modérée. Mais les ménages continuent de voir leur revenu disponible grevé des prélèvements des-

tinés à financer les transferts à l'Est et les efforts de consolidation budgétaire. Le relèvement du taux de cotisation retraites début 1994 a été couplé à des économies de transferts sociaux (notamment sur les prestations chômage), ainsi qu'à la majoration de la taxe sur les huiles minérales. En 1995, les ménages devront supporter la réintroduction de la surtaxe de solidarité de 7,5 % sur l'impôt sur le revenu, ainsi qu'un prélèvement de 0,5 % sur les salaires et traitements bruts, destiné à financer l'assurance-dépendance. Celui-ci sera en partie compensé par la baisse du taux de cotisation maladie, mais l'ensemble de ces mesures se traduira néanmoins par une nette progression du taux de prélèvement obligatoire sur les revenus des ménages ⁽⁶⁾. La baisse du taux d'épargne des ménages ⁽⁷⁾ se poursuivra probablement au cours des prochains mois, ce qui permettra une faible progression de la consommation en 1994 et en 1995.

La reprise de l'économie ouest-allemande est également tirée par les échanges extérieurs. La remontée des parts de marché de l'Allemagne courant 1993 aura même été plus importante qu'elle n'apparaît à l'heure actuelle ⁽⁸⁾. Si elle s'explique par l'évolution favorable des prix relatifs (le DM s'était déprécié vis-à-vis du dollar et surtout du yen en 1993) vis-à-vis de la zone dollar et yen, la spécialisation de l'Allemagne en biens d'équipement joue désormais à plein en phase de reprise de l'investissement chez ses partenaires européens, vis-à-vis desquels le DM est désormais plus ou moins stabilisé. La progression des parts de marchés se poursuivrait ainsi en 1994 et 1995.

La reprise pourrait aboutir à une progression du PIB de 2 % en 1994 et de 2,5 % en 1995 en Allemagne de l'Ouest.

Le redressement de *l'économie est-allemande* s'est quant à lui poursuivi à un rythme très soutenu au cours des derniers mois : le PIB a progressé en glissement annuel de 10,8 % au cours du premier trimestre et de 10,1 % au cours du second trimestre. Comme à l'Ouest, l'activité a été portée par une production industrielle particulièrement dynamique. L'effort soutenu d'investissement commence à porter ses effets et le stock de capital augmente désormais de façon significative. Si les entreprises est-allemandes vendent surtout à l'intérieur, elles réussissent cependant de plus en plus à exporter hors de l'Allemagne de l'Est. Dans le bâtiment, l'effort tend à se déplacer des constructions publiques vers le résidentiel et les constructions industrielles et commerciales.

La progression des salaires se ralentit en Allemagne de l'Est. Après des augmentations de 17 % en 1993, les négociations devraient se solder par des augmentations de 7 % en 1994 et de 6 % en 1995. Ces évolu-

(6) Les hypothèses budgétaires seraient modifiées en cas de non reconduction de la coalition CDU-FDP au pouvoir. Le programme du SPD remplacerait notamment la surtaxe de solidarité par un prélèvement sur les hauts revenus.

(7) « Bilan des turbulences », *Observations et diagnostics économiques*, n° 49, avril 1994.

(8) Les statistiques du commerce extérieur ont été révisées à la hausse, mais la décomposition par produits n'est pas encore disponible au moment de la rédaction de cette chronique.

tions dépendent en majeure partie des calendriers de rattrapage des niveaux de salaires pratiqués à l'Ouest (à l'heure actuelle, les salaires bruts par tête représentent près de 71 % des salaires pratiqués à l'Ouest). Dès lors, la progression des salaires bruts devrait se ralentir en 1994 et 1995, pour passer de 8,5 % en 1993 à 6 % en 1994 et 5,5 % en 1995. Même ralentie, cette progression devrait autoriser une croissance de la consommation des ménages est-allemands de l'ordre de 2 % en 1994 et de 1,5 % en 1995, d'autant que le dynamisme de la croissance commence à se refléter sur le marché du travail. Le nombre de chômeurs est en effet descendu, début 1994, légèrement en dessous du seuil de 1,2 million, auquel il se maintenait depuis la fin 1991.

La croissance de la partie orientale de l'Allemagne devrait connaître une nouvelle accélération en 1994 et 1995, et être proche de 9 % en 1994 et 10 % en 1995.

L'économie française : un ample rattrapage

En France, la reprise de l'activité a été significative au premier semestre 1994. Les évolutions quantitatives ont concrétisé l'amélioration des opinions des entreprises et des ménages : la production manufacturière s'est accrue de 6 % entre décembre et juin, le PIB de 1,7 % en glissement au premier semestre. L'optimisme se confirme dans les enquêtes de conjoncture : les carnets de commandes des industriels se gonflent, après un palier à l'été ; les commandes étrangères s'élèvent dans tous les secteurs et la demande intérieure reste soutenue malgré le repli de l'automobile. Les stocks ont été réduits au point de n'être plus jugés excessifs ; dans certains secteurs de biens intermédiaires, ils sont même jugés insuffisants. Les délais de livraison s'allongent quelque peu. Le regain d'embauches a conforté l'optimisme des ménages sur l'évolution du niveau de vie, ce qui a contribué à dégeler leurs dépenses.

La reprise est d'autant plus nette qu'elle découle de l'interruption de comportements privés très dépressifs. En France, le rebond de l'année 1994 doit être d'autant plus revu en hausse que le creux de 1993 s'était trouvé accentué. En particulier, l'ampleur du déstockage passé avait été, longtemps, largement sous-estimé, ce qui n'incitait pas à entrevoir son arrêt proche. Telle qu'elle est maintenant décrite par les comptes nationaux, cette ampleur justifie une éventuelle reconstitution des stocks. En second lieu, la hausse du taux d'épargne des ménages a été, au fil des révisions des comptes nationaux, encore plus forte jusqu'en 1993 que ce que l'on pouvait envisager. Dès lors les particuliers s'avaient plus à même de tirer sur leurs réserves, lorsque les mesures gouvernementales les y inciteraient.

La croissance du PIB serait de 2,2 % en 1994, le ralentissement puis l'arrêt du déstockage y contribuant pour près d'un point. La reprise de la demande intérieure finale, qui s'opère depuis le deuxième trimestre,

s'amplifierait. La consommation des ménages progresserait de 2 %. Mais la hausse de l'investissement des entreprises serait beaucoup plus faible en moyenne annuelle. La croissance des importations dépasserait celle des exportations, à cause d'un début d'année nettement divergent : le repli des exportations agro-alimentaires et de services a compensé le progrès des ventes industrielles.

En 1995, la croissance atteindrait 3,5 % : cette consolidation de la reprise est usuelle, mais avec une ampleur plus faible que lors du cycle précédent : les objectifs de désendettement n'ont pas disparu, d'autant que les taux d'intérêt à court terme ont cessé de baisser et que les taux d'intérêt à long terme s'élèvent. Ces mouvements ne sont pas de nature à interrompre la reprise en cours, mais vont en limiter l'accélération. L'investissement des entreprises croîtrait aussi fortement qu'il avait reculé en 1993 ; ce ne sera qu'un rattrapage partiel après trois années de recul. La consommation des ménages s'amplifierait, portée par davantage de revenus et par une baisse du taux d'épargne. Un restockage interviendrait progressivement, supportant la croissance. Importations et exportations iraient de pair.

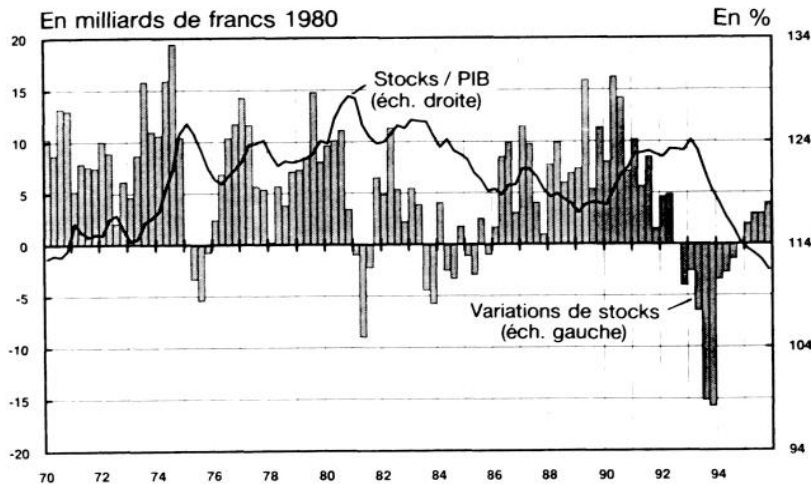
En 1994 et 1995, les soldes extérieurs se tasseraient un peu à cause des mouvements de prix, mais l'excédent resterait confortable. Le chômage serait un peu réduit et l'inflation ne s'accélérerait guère.

Les stocks seront progressivement reconstitués

L'arrêt du déstockage pourrait intervenir dès la fin de 1994. La raffermissement de la demande finale y incite, mais dans un premier temps les ordres passés par les secteurs aval peuvent encore contribuer à comprimer les stocks des secteurs en amont. Déjà dans les biens intermédiaires, les stocks sont jugés inférieurs à la normale. Dans l'automobile, les stocks pléthoriques ont été écoulés. Les évolutions nominales ne conduisent plus à dévaloriser les stocks comme en 1993 ; les mouvements spéculatifs incitent à l'inverse à restocker.

Ces changements de comportement ont de fortes implications : l'arrêt du déstockage puis la reconstitution des stocks expliquent près d'un point de croissance du PIB en 1994 et 0,6 point en 1995. Déjà au premier trimestre 1994, le déstockage s'est nettement infléchi ; c'est le signe que l'ajustement s'est effectivement opéré en 1993.

Le restockage prévu est très modéré, le ratio des stocks au PIB continuant de fléchir. Les petites entreprises vont rester contraintes financièrement par les restrictions de crédits bancaires, tandis que les plus grandes continuent de rationaliser la gestion. La modernisation des systèmes productifs depuis le début des années quatre-vingt ayant permis une gestion plus rationnelle des stocks, leur volume par unité produite est tendanciellement en baisse (graphique 14).

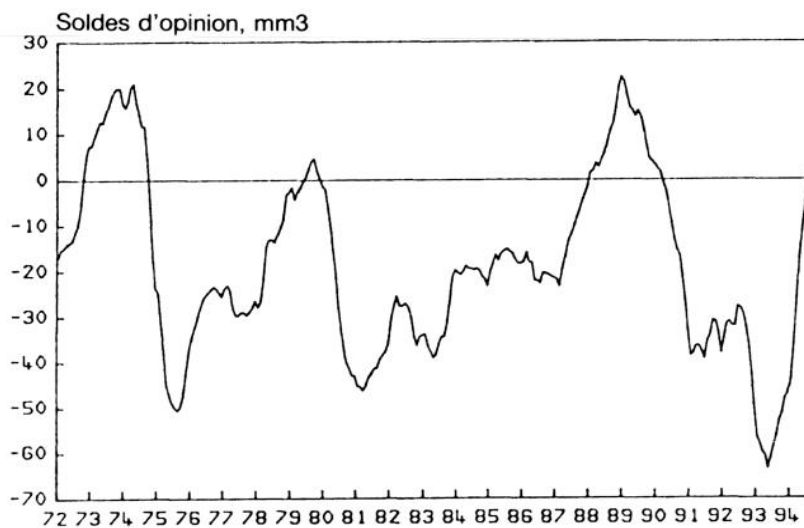


14. Variation des stocks de biens et services et ratio stocks / PIB

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Les demandes extérieure et intérieure seront synchronisées

Le redressement des commandes étrangères prend des allures d'envolée. Jamais depuis 1970 le rythme de la remontée ne fut aussi prononcé : même en 1987-88, la reprise du commerce mondial n'assura pas une accélération aussi forte des carnets (graphique 15). Il est vrai que le repli amorcé à la charnière de 1992 et 1993 a été très profond et permet actuellement un ample rattrapage. Le redressement est le plus précoce et le plus spectaculaire dans les industries de biens intermédiaires où les hauts niveaux de 1988 sont retrouvés. Les commandes de biens d'équipement et de biens de consommation courante se sont par contre redressées à des rythmes plus modérés. La concurrence étant devenue moins intense dans l'industrie, les prix à l'exportation ont pu cesser de baisser au début de 1994.

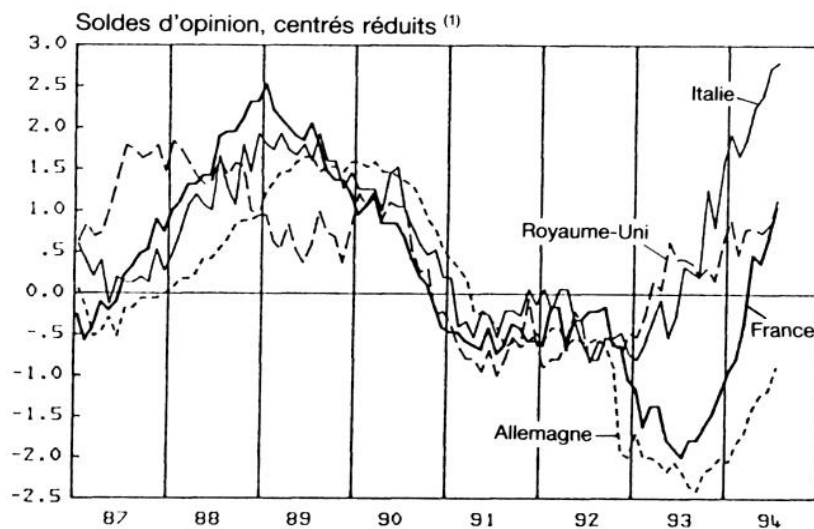


15. Carnets de commandes étrangères de la France

Source : INSEE.

En Europe, les commandes étrangères avaient nettement divergé à la fin 1992. Dans un contexte récessif, les réaménagements monétaires avaient permis à l'Italie et au Royaume-Uni de préserver leurs exportations, tandis que l'Allemagne et la France voyaient leurs carnets étrangers s'amoinrir. Dès le milieu de 1994, les divergences se sont atténuées ; tous les pays ont amélioré leurs perspectives d'exportation. Les avantages compétitifs des dépréciations du change ont été progressivement grignotés, dans un commerce de plus en plus animé. Le Royaume-Uni connaît même désormais un plafonnement de la croissance de ses commandes. L'Italie continue cependant à bénéficier d'une forte demande extérieure (graphique 16).

16. Carnets de commandes étrangères



(1) Les niveaux des soldes d'opinion ne sont pas comparables entre pays car il y a des différences de comportements de réponses. Les séries initiales sont centrées et réduites sur la période 1979-93, pour être rendues homogènes et donc comparables. Série centrée réduite = (série initiale - moyenne de la série) / écart type

Source : CE.

Les commandes de la France ont, depuis le début de 1994, progressé plus vite que celles des autres pays. C'est un indice des gains de parts de marché qui peuvent désormais s'opérer. La structure de l'offre s'est améliorée et la compétitivité des prix s'est redressée. Les gains devraient atteindre 1 à 2 points en 1994 et 1995. Le volume des exportations pourrait ainsi progresser de 8 % cette année et d'environ 10 % l'an prochain. Ces perspectives auraient pu être meilleures encore : mais les exportations aéronautiques s'amenuisent à la suite de l'annulation de nombreuses commandes et les ventes d'armes baissent. Les commandes de 1993 ont en effet de nouveau fléchi.

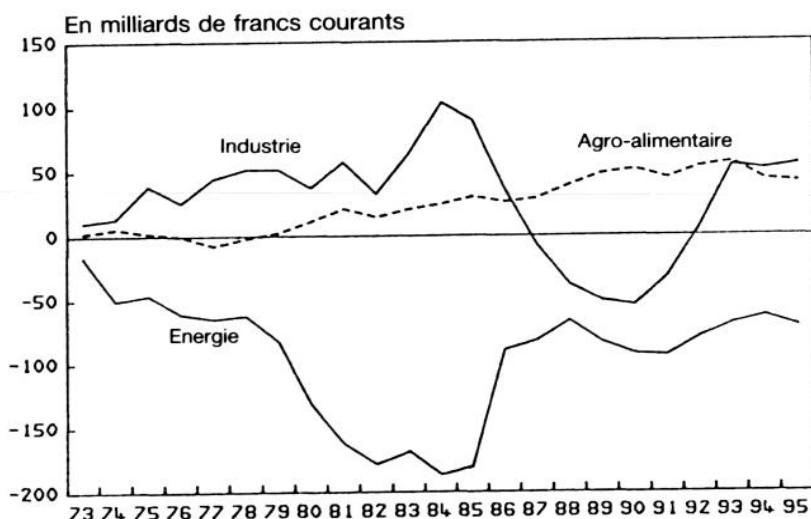
A l'inverse des années précédentes, l'évolution des demandes intérieure et extérieure devrait être plus synchrone. Toutes les composantes de la demande intérieure (consommation, investissement et stocks) s'affaiblissent, ce qui a déjà entraîné un regain d'importations. Il devrait se poursuivre, portant la croissance en moyenne annuelle des achats à un

niveau similaire à celui des exportations. Cette progression des importations serait néanmoins un peu moins soutenue que lors de la précédente reprise conjoncturelle car les gains de compétitivité s'opèrent aussi sur le marché intérieur.

Le maintien (et même la légère augmentation) de l'excédent industriel que nous entrevoyons en 1994 viendrait alors du seul effet de base, et non d'un décalage des demandes ⁽⁹⁾. Au contraire, les conjonctures s'harmonisent en Europe.

L'excédent agro-alimentaire devrait se contracter du fait d'une détérioration des termes de l'échange : le renchérissement des matières premières agricoles importées est déjà amorcé et devrait perdurer jusqu'en 1995. D'autre part, la baisse des prix d'exportation des céréales s'amplifiera, du fait de l'application de la réforme de la Politique Agricole Commune de mai 1992 et de l'application progressive des accords du GATT de décembre 1993. En revanche, les volumes exportés devraient progresser : les besoins des pays importateurs s'accroissent alors que la récolte mondiale semble être médiocre. L'offre française devrait donc en bénéficier, même si les premières informations disponibles ne laissent pas augurer une bonne performance de production.

Enfin, le déficit énergétique atteindrait un minimum historique en 1994 : baisse du prix mondial du pétrole et baisse du dollar se sont combinés en début d'année. La remontée conjointe des cours pétroliers et du change devraient quelque peu alourdir la facture en 1995, mais elle resterait modérée (graphique 17 et tableau 1).



17. Soldes commerciaux par produits (FAB/CAF)

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

(9) En 1993, le montant des exportations est plus élevé que celui des importations.

1. Soldes extérieurs

Milliards de francs courants

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
					Prévision	Prévision
Agro-alimentaire	51,1	44,4	53,2	56,8	43	41
Energie	- 93	- 94,8	- 79,5	- 68,9	- 63	- 71
Produits manufacturés :						
- y compris matériel militaire	- 54,7	- 31,8	6,8	53,8	51	55
- hors matériel militaire	- 83	- 46,5	- 9,6	43,1	40	45
Solde FAB/CAF	- 96,4	- 82,1	- 19,5	41,5	31	25
Solde FAB/FAB (1)	- 49,6	- 30,2	30	89,6	80	80

(1) Les importations FAB sont inférieures aux importations CAF de 3,7 % en 1990, 4 % en 1991 et 1992, 4,2 % en 1993, 1994 et 1995

Sources : Douanes, INSEE, prévisions OFCE.

Les excédents commercial et courant se dégraderont un peu

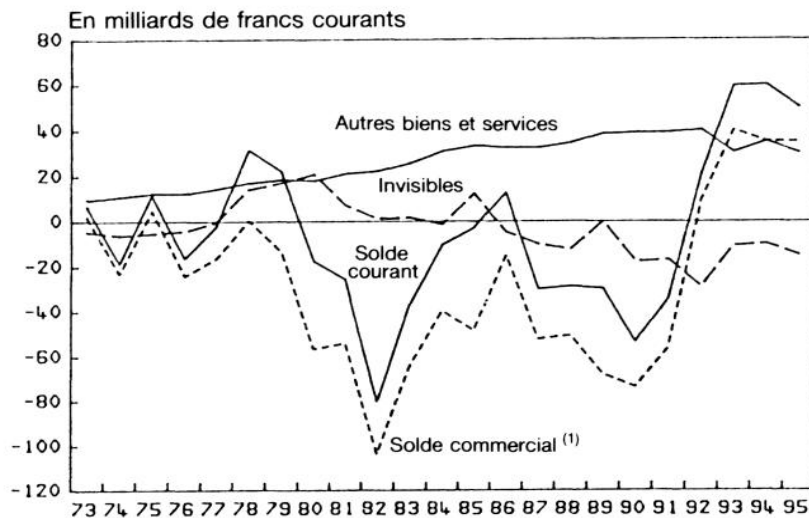
L'excédent commercial global pourrait donc se stabiliser à 80 milliards de francs, soit un repli de 10 milliards par rapport à la performance de 1993. Mais celle-ci résultait pour une large part du recul de la demande intérieure et des importations.

La balance des paiements courants subit plusieurs influences contraires en 1994 : repli de l'excédent commercial des marchandises, mais à l'inverse croissance de la balance touristique et surtout moindres charges d'intérêts à verser à la suite des importantes reventes de titres français de la part des non résidents. Les acquisitions de titres français par des étrangers avaient atteint 195 milliards de francs en 1993 ; au premier semestre 1994, les flux se sont inversés : les sorties nettes de capitaux étrangers ont été de 150 milliards. Les retraits sur les valeurs du Trésor ont atteint 158 milliards, après des entrées nettes de 79 milliards en 1993. Les intérêts à verser aux détenteurs de titres français devraient donc être sensiblement réduits ; mais il est difficile de préciser l'échelonnement de ce repli.

Les transferts unilatéraux du secteur officiel, notamment la contribution française au budget de la CE, devraient être stabilisés, selon les engagements actuels. Le creusement du deuxième trimestre 1994 paraît donc exceptionnel.

Au total l'excédent courant devrait être égal cette année à celui de 1993, et s'amenuiser un peu en 1995 (graphique 18). La capacité de

financement de la Nation resterait comprise entre un demi et un point de PIB. La moindre propension des ménages à épargner sera contrebalancée par un premier pas vers la réduction des besoins publics.



18. Balance courante

(1) Au sens de la balance des paiements

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

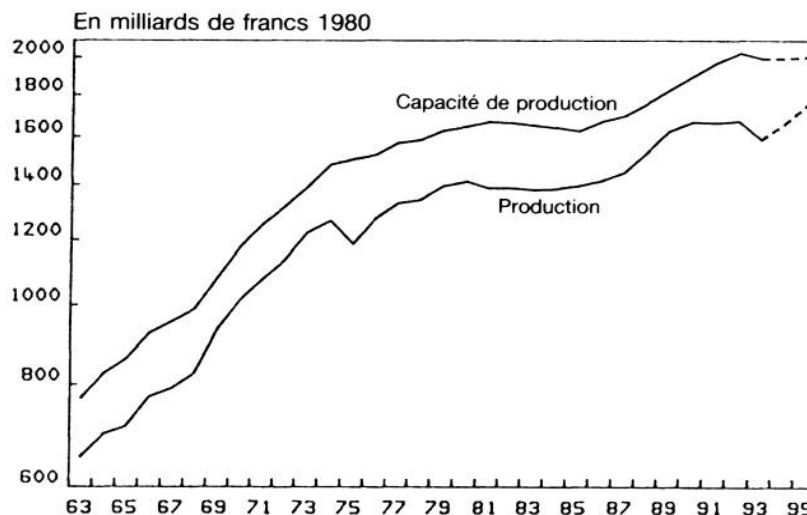
La baisse des capacités de production manufacturières en 1993 a interrompu sept années de progression

En 1993, les capacités de production dans l'industrie manufacturière auraient diminué (graphique 19). Cette évolution est inhabituelle : il faut remonter dix ans en arrière pour retrouver une évolution négative des capacités (de 1982 à 1985), alors qu'au cours des vingt années précédentes elles ne s'étaient jamais contractées. Un retour sur les sept années de progression continue qui ont précédé la baisse de 1993 paraît utile pour éclairer l'évolution à venir. On peut ainsi distinguer trois étapes : 1985-1986, 1987-1989 et 1990-1992.

En 1985 et 1986, la reprise de l'investissement, après quatre années de repli, était motivée par les besoins de rationalisation et de modernisation de l'appareil productif ; cette forte reprise de l'investissement n'avait pas contribué à une progression vigoureuse des capacités de production. Par contre, en 1988 et 1989, l'évolution des capacités s'était nettement accélérée, en lien avec la reprise de l'investissement d'extension des capacités et avec l'élévation importante de la durée hebdomadaire d'utilisation des équipements ⁽¹⁰⁾.

(10) Pour une analyse du comportement de la durée d'utilisation des équipements au cours du cycle conjoncturel, se référer à : H. Péléraux, « Durée d'utilisation des équipements et cycle d'activité », *Lettre de l'OFCE*, n° 124, janvier 1994.

19. Production et capacité de production dans l'industrie manufacturière ⁽¹⁾



(1) La capacité de production dans l'industrie n'est pas mesurée directement. Elle est calculée en rapprochant deux sources, la production des comptes trimestriels (à prix 1980) et les marges de capacité avec embauche déclarées à l'enquête trimestrielle dans l'industrie. La production effective augmentée des marges donne ainsi une mesure de la production maximale possible.

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Enfin, de 1990 à 1992, la croissance des capacités se serait poursuivie à un rythme soutenu, si l'on confronte l'ample chute du taux d'utilisation avec le ralentissement puis la simple stagnation de la production (graphiques 19 et 20). On demeure toutefois quelque peu interrogatif devant la dissymétrie des deux évolutions. En particulier, s'il est encore possible d'invoquer les effets retardés du boom de l'investissement en 1990 (10,9 %) sur la croissance des capacités en 1991 (3,7 %) ainsi que la poursuite de l'élévation de la durée hebdomadaire d'utilisation (0,8 % selon la Banque de France), il devient difficile de justifier le maintien d'une croissance élevée des capacités en 1992, alors que l'investissement avait déjà baissé de près de 20 % entre 1990 et 1992 et que la durée d'utilisation était en repli de 0,4 %.

Deux hypothèses peuvent être émises :

— soit la production manufacturière a été surestimée en 1991 et 1992 sur la base de données encore provisoires : les comptes annuels 1993 ont révisé à la hausse le taux de variation de la production, de 0,7 point en 1991 et de 0,6 point en 1992. Or il est déjà arrivé, notamment en 1986 et 1987, que des révisions successives des comptes se soient compensées entre l'évaluation provisoire et le compte définitif ⁽¹¹⁾. Il n'est pas exclu, concernant les années de retournement conjoncturel que furent 1991 et 1992, que des corrections, à la baisse cette fois-ci, soient apportées lors des estimations futures ;

(11) Voir G. Cornilleau & A. Gubian, « Révisions successives des comptes nationaux et de l'emploi », *Revue de l'OFCE, observations et diagnostics économiques*, n° 35, janvier 1991, p. 90.

— soit les entreprises ont volontairement ralenti les déclassements, au delà de ce qu'évaluent les comptes nationaux par la méthode de l'inventaire permanent⁽¹²⁾, en même temps qu'elles faisaient chuter l'investissement, de sorte à préserver la croissance du stock de capital. Il faut alors supposer que les industriels aient détourné des ressources normalement destinées au renouvellement du stock de capital fixe, soit pour freiner leur taux d'endettement, soit pour placer à court terme du fait des taux d'intérêt élevés.

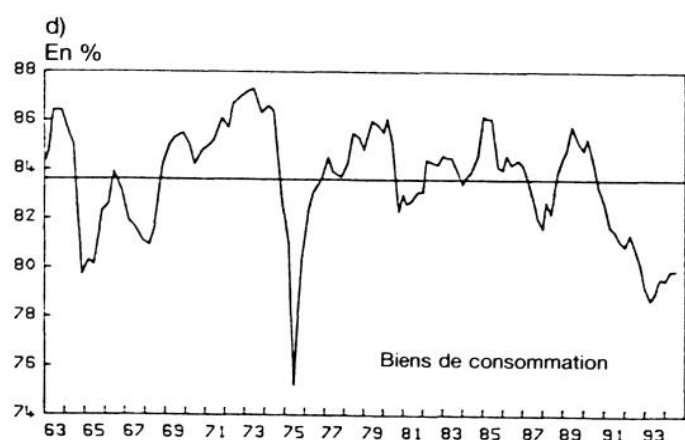
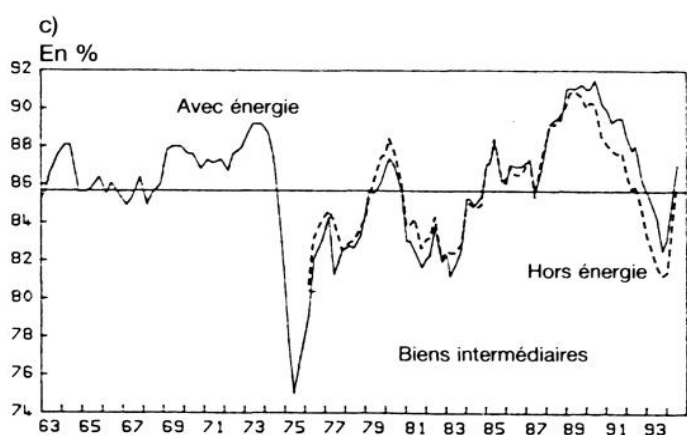
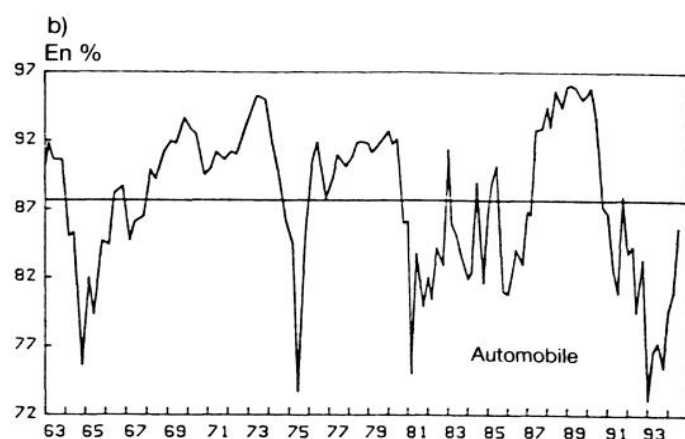
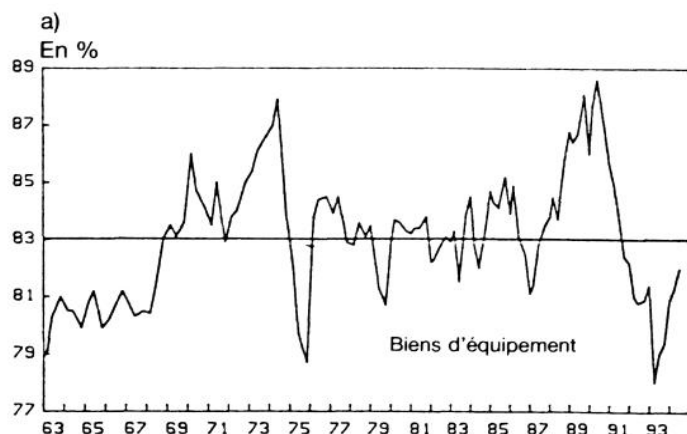
En 1993, la capacité de production aurait diminué de 1,6 %, la production s'étant repliée de 5,2 % et le taux d'utilisation de 3,3 %. Le fait est cohérent avec le recul de la durée d'utilisation (2,5 % selon la Banque de France). Malgré l'ampleur de la baisse de l'investissement (près de 15 % en 1993 et 31 % depuis 1990) il semble que les industriels aient préservé la croissance du stock de capital (+ 0,7 % selon la méthode de l'inventaire permanent), au prix peut-être d'un nouveau ralentissement des déclassements. C'est dire que les entreprises industrielles ont probablement accumulé, durant la phase de dépression, des besoins importants de renouvellement des capacités qui devraient être à l'origine d'une reprise vigoureuse de la formation de capital.

En 1993, le taux d'utilisation a atteint ses plus bas niveaux depuis trente ans dans la plupart des branches (graphiques 20a à 20d). Dans les biens d'équipement et l'automobile, les records absolus ont été franchis. La dépression de l'investissement et le recul du marché des véhicules particuliers ont contribué à la sous-utilisation des capacités. Dans les biens de consommation, hormis le point extrême et très transitoire de 1975, le taux d'utilisation se s'était jamais établi à un niveau aussi éloigné de sa moyenne de longue période. Les biens intermédiaires font quant à eux figure d'exception ; hors énergie, le taux d'utilisation dans la branche a certes chuté, mais sans dépasser les minima observés depuis 1976. En y réintégrant l'énergie, dont le taux d'utilisation s'est retourné avec retard, l'exception est plus patente encore. On y verra peut-être la conséquence d'une gestion plus serrée qu'ailleurs des capacités de production.

L'évolution récente des taux d'utilisation montre que la reprise au premier semestre 1994 est différenciée selon les branches. La meilleure tenue de l'activité dans les biens d'équipement depuis la mi-1993, après un début d'année catastrophique, est à l'origine d'une remontée du taux d'utilisation dans la branche des biens d'équipement qui demeure toutefois encore en-deçà de sa moyenne de longue période. Le même constat vaut pour l'automobile qui a profité à la fois des « primes à la casse » et de la reprise des immatriculations de véhicules utilitaires. Toutefois l'utili-

(12) En l'absence de mesure directe, les comptes nationaux reconstituent des séries de stock de capital brut en supposant constantes les durées de vie des actifs productifs. C'est ainsi que le stock est mis à jour en y intégrant les entrées que constitue l'investissement de la période, et en retranchant les générations anciennes déclassées la même année. Un tel calcul s'avère approximatif, dès lors que les durées de vie relèvent d'hypothèses très anciennes. Ainsi, est exclue la référence à des comportements explicites des entreprises en matière de déclassements.

20. Taux d'utilisation des capacités de production

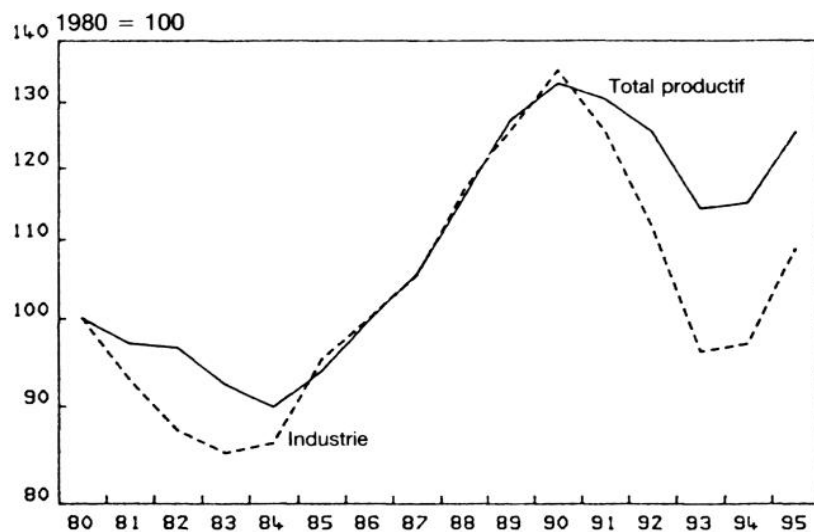


Sources : INSEE, calculs OFCE.

sation de l'appareil productif y reste encore en-deçà de la normale. Les biens intermédiaires ont bénéficié à la fois de l'arrêt du déstockage et de la reprise de la production dans l'automobile. L'utilisation des capacités y est voisine de la normale. Enfin, dans les biens de consommation, le taux d'utilisation n'est remonté que très faiblement, la croissance de la consommation étant restée modeste au premier semestre 1994.

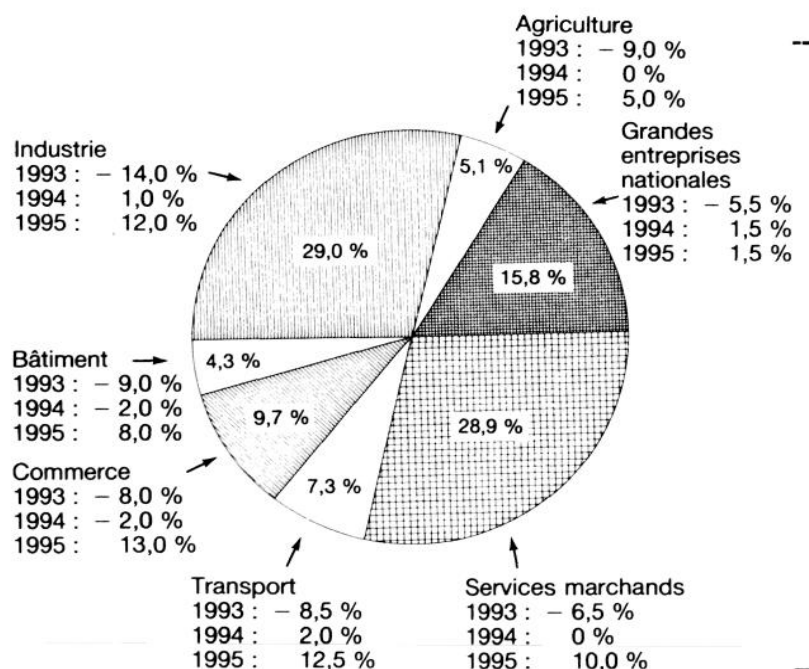
La reprise de l'investissement s'accroîtra au second semestre et se poursuivra en 1995

La stabilisation de l'investissement au premier trimestre, puis sa hausse encore modérée au second, constituent les prémices d'une phase de reprise des dépenses. En moyenne annuelle, la croissance de l'investissement serait modeste cette année (0,7 %) mais l'accélération serait vive au second semestre : en fin d'année, l'investissement serait supérieur de plus de 5 % par rapport à son niveau de fin 1993 (graphiques 21 et 22). En 1995, la reprise serait forte, avec une hausse de 9 % en moyenne qui, malgré son importance, demeurerait inférieure au recul cumulé des années 1991, 1992 et 1993 (- 13 %).



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

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



22. Investissement productif des entreprises en volume

Ensemble des entreprises
1992 : - 3,8 %
1993 : - 8,9 %
1994 : 1,0 %
1995 : 9,3 %

Les pourcentages situés à l'intérieur du diagramme indiquent la part de chaque secteur dans l'investissement total en 1992

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

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Selon la dernière enquête disponible sur les investissements dans l'industrie d'avril 1994, les industriels déclaraient accroître faiblement les dépenses en 1994 : de 1 à 2 % en volume, après un recul de 16 à 17 % en 1993. Il est probable qu'ici aussi l'évaluation en moyenne annuelle cache des évolutions infra-annuelles tranchées. En effet, interrogés à l'enquête de juin 1994 sur l'évolution prévue de certains facteurs affec-

tant leur trésorerie, les industriels indiquaient encore majoritairement avoir baissé leurs dépenses au premier semestre ; les hausses envisagées au second semestre étaient par contre beaucoup plus fréquentes.

Ainsi, la faiblesse de l'investissement industriel, + 1 % en 1994, limiterait la progression du stock de capital comme en 1993. Les capacités stagneraient donc cette année après le repli de l'année dernière (graphique 19). Dans un contexte de vive reprise de l'activité, il en résulterait une montée sensible du taux d'utilisation des capacités, laquelle est d'ailleurs déjà inscrite dans les trois premières enquêtes, et un redressement de la productivité apparente du capital. En moyenne annuelle, l'évolution du taux d'utilisation ne ferait que compenser le creux de 1993, mais en fin d'année, le rattrapage du niveau normal serait effectué. En 1995, la progression du stock de capital serait un peu plus élevée qu'en 1994, quoique toujours contenue, la forte reprise de l'investissement que nous avons inscrite, 12 %, s'accompagnant d'un rythme de déclassement toujours élevé. Les capacités croîtraient de nouveau, mais faiblement (0,5 %). Le taux d'utilisation des capacités manufacturières continuerait à monter. En fin d'année 1995, les tensions seraient aussi vives qu'à la fin 1988, proches de leur maximum historique.

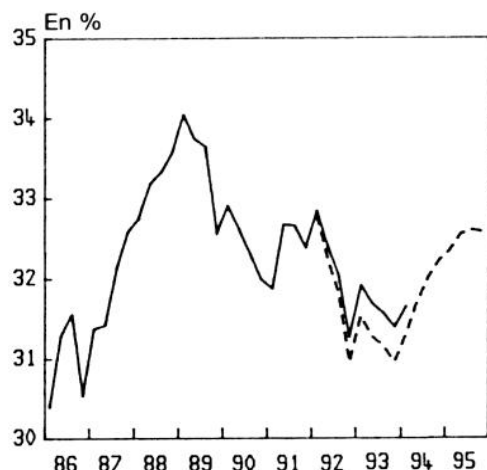
L'évolution favorable de l'activité dans le secteur du machinisme agricole à la mi-année, ainsi que les prévisions des constructeurs, laissent augurer une stabilisation de l'investissement dans l'agriculture, puis une reprise en 1995, après un recul de plus de 20 % de 1990 à 1993. Dans le bâtiment, l'investissement baisserait encore en 1994, le redressement des trésoreries à la fin de 1993, interrompu au premier semestre 1994, n'étant pas suffisamment ample pour autoriser dès cette année une reprise des dépenses. En 1995, la reprise serait plus forte (8 %), l'assainissement financier allant de pair avec la reprise d'activité pour pousser les dépenses à la hausse. La stabilisation dans le tertiaire en 1994 retracerait des évolutions hétérogènes : une légère reprise dans les transports, motivée par les besoins de renouvellement du parc des matériels, la poursuite de la baisse dans les commerces car les trésoreries y apparaissent toujours tendues, et enfin la stabilisation dans les services à la faveur du retour à une relative aisance financière dès ce début d'année. En 1995, par contre, l'ensemble des branches participerait au dégel des dépenses (+ 11 %).

L'investissement des Grandes Entreprises Nationales serait contraint par la limitation des emprunts ; après avoir reculé de 5,5 % en 1993, la progression des dépenses serait modeste, de l'ordre de 1,5 % en 1994 et 1995. La SNCF, dont la dette s'élève à 138 milliards de francs, sera reprise par l'Etat moyennant une limitation des investissements : l'entreprise poursuivra les programmes TGV-Est et TGV-Méditerranée, mais retardera la mise aux normes grande vitesse du réseau Sud-Ouest. Air-France, fortement déficitaire, réduira de moitié ses investissements : 6 milliards de francs en 1994, ainsi qu'en 1995, contre 12 milliards en 1993. Par contre EDF, France-Télécom et la RATP poursuivront les programmes engagés, notamment l'enfouissement des lignes et la construction du réseau METEOR.

En élevant le taux d'autofinancement, les entreprises se sont désendettées

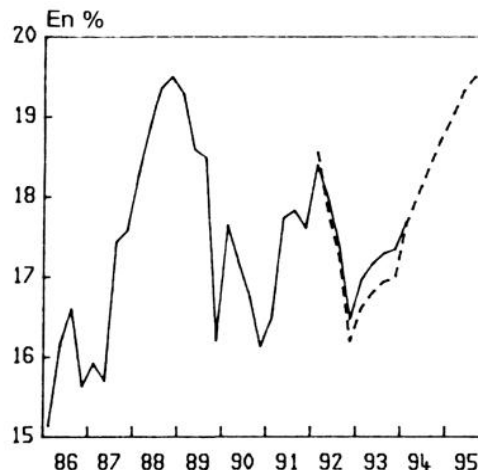
La rapide dégradation de leur situation patrimoniale en 1990, par une montée excessive de l'endettement, à laquelle s'est ajouté le maintien de taux d'intérêt réels élevés, ont contraint les entreprises à procéder à un ajustement marqué de leurs dépenses : baisse de l'emploi pour maintenir, dans la mesure du possible, les marges d'exploitation, compression des dépenses d'investissement et déstockage massif à la charnière de 1992 et 1993 pour élever le taux d'autofinancement (graphiques 23a, 23b et 24).

23a. Taux de marge des sociétés ⁽¹⁾



(1) Excédent brut d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée

23b. Taux d'épargne des sociétés ⁽¹⁾



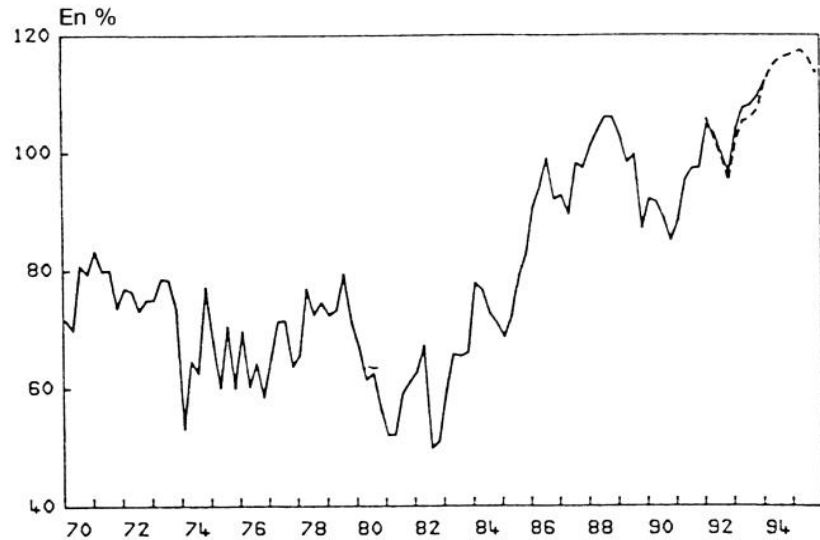
(1) Epargne brute rapportée à la valeur ajoutée

Les comptes financiers des sociétés ont été corrigés à la suite de la prise en compte des révisions d'emploi, non encore intégrées dans les comptes trimestriels, portant sur 1992 et 1993.

Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

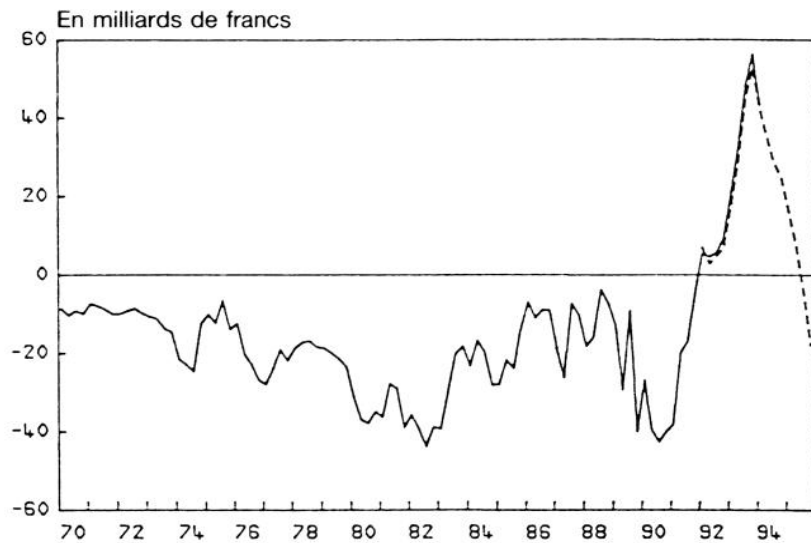
Ces comportements restrictifs ont eu pour corrolaire, d'abord la réduction du besoin de financement des sociétés en 1991, puis, fait exceptionnel dans l'histoire économique de l'après-guerre, l'apparition d'une capacité de financement en 1992 (graphique 25). Ce fut la réponse apportée aux excès d'endettement passés. L'ajustement des dépenses s'est brutalement accentué sur l'investissement et les stocks à la fin de 1992 et en 1993. La capacité de financement dégagée alors permettait une baisse du niveau de l'endettement : dès le premier trimestre 1993, selon les statistiques de la Banque de France, l'encours de crédits des établissements de crédit aux sociétés diminuait de 4,5 %. Ce mouvement de réduction du niveau de la dette s'est poursuivi dès lors que les entreprises élevalent toujours la capacité de financement, et au premier trimestre 1994 l'encours de crédits est inférieur de près de 8 % à ce qu'il était à la fin de 1992.

24. Taux d'autofinancement des sociétés ⁽¹⁾



(1) Epargne brute rapportée à l'investissement
Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

25. Capacité de financement des sociétés



Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

Cet ajustement paraît avoir été un préalable : désormais, les entreprises peuvent tout à la fois continuer à se désendetter et libérer des dépenses autrefois comprimées. Les mécanismes à l'œuvre dans cette phase montante du cycle sont l'exact symétrique des mécanismes décrits lors de la phase descendante : un dégel des dépenses exerce un impact expansif sur l'activité qui renforce l'effet de la réduction de la dette sur la décreue des ratios d'endettement. Du fait de l'amélioration rapide de leur situation patrimoniale, les entreprises peuvent alors satisfaire des besoins longtemps différés de renouvellement et de modernisation du stock de capital.

L'assainissement financier se poursuivra

La reprise de l'activité au premier semestre 1994 a amélioré les résultats d'exploitation des sociétés : le taux de marge se serait ainsi redressé au second trimestre 1994 par rapport à son point bas de la fin 1993. Les gains de productivité dans cette première phase de la reprise prolongeront l'élévation du taux de marge qui, au troisième trimestre 1995, serait supérieur de 1,7 point à celui du quatrième trimestre 1993. Le ralentissement puis la stabilisation du taux de marge se produiraient au second semestre 1995, quand la reprise de l'emploi aura limité la progression de la productivité et donc celle des résultats d'exploitation (graphique 23).

L'épargne des entreprises profitera davantage de la réduction des frais financiers tout au long de 1994 et 1995. La baisse des taux d'intérêt directeurs en 1993 s'est répercutée sur les taux effectivement pratiqués déclarés dans les enquêtes, tant sur les crédits à court terme que sur les crédits à long terme. Mais l'effet de la baisse des taux des nouveaux crédits sur le coût de la dette dépend de l'échéance de la dette considérée ; s'il est immédiat sur la dette à court terme, il est plus lent à se produire sur la dette à long terme, celle-ci se renouvelant moins rapidement. En 1994, le coût global de la dette ne se réduira donc que grâce à l'allègement du coût de la dette à court terme. L'essentiel de cette baisse sera acquis à la fin de l'année. En 1995, l'effet retardé de la baisse des taux longs enregistrée en 1993 allégera le coût de la dette à long terme. La poursuite de la remontée des taux longs que nous envisageons en 1995 sera trop précoce pour affecter le coût de la dette à long terme dès l'an prochain.

Le repli du taux d'intérêt apparent se combinera avec la poursuite du mouvement de désendettement engagé en 1993 pour alléger significativement les frais financiers. Le taux d'épargne des sociétés croîtrait alors très vivement (graphique 23). Le taux d'autofinancement demeurerait à un niveau élevé, mais sa montée s'infléchirait au second semestre 1994, en lien avec la reprise de l'investissement. En fin d'année 1995 il devrait commencer à se replier (graphique 24). La reprise du stockage contribuerait aussi à la décreue de la capacité de financement, et à l'horizon de la prévision, les entreprises retrouveraient une position débitrice (graphique 25).

Les hausses de prix demeurent faibles

Les hausses de prix à la consommation sont demeurées très modérées au cours des mois récents ; les prix n'ont pas varié en moyenne depuis le mois de mai dernier. Encore faut il rappeler que les droits sur le tabac et la TIPP ont été largement relevés au début de l'année, et que les tarifs publics pourraient enregistrer une hausse de 2 %. Hors énergie et tabac, le point bas de l'évolution mesurée sur un an a été atteint en début d'année avec 1,2 % (mars 1994/mars 1993). Puis, la montée des

cours mondiaux des matières premières agricoles, ainsi que des hausses toujours soutenues dans les services, ont entraîné une hausse de l'inflation sous-jacente, désormais à 1,7 % (août 1994/août 1993).

Les prix des produits alimentaires, qui avaient baissé en 1992 et s'étaient stabilisés en 1993, augmentent significativement en 1994. La poussée du début d'année tient en particulier à la flambée des cours mondiaux des produits de base (café), qui vient se surimposer à un profil saisonnier. Ceci a temporairement amplifié une tendance haussière qui demeurera présente en 1995.

Dans le secteur manufacturier, la hausse des prix cesserait de ralentir et s'accentuerait légèrement en 1995, puisque les gains de productivité et les marges restaurées des entreprises permettent de ne pas répercuter intégralement les hausses enregistrées dans le secteur des biens intermédiaires.

Les prix des services privés poursuivent leur modération. Les prix des services publics ont en revanche enregistré des relèvements pour deux raisons : d'une part l'Etat a tendance à restreindre ses concours à cause de ses difficultés budgétaires, et d'autre part, les entreprises publiques sont de plus en plus soumises à des contraintes de rentabilité. Les services de santé semblent rester modérés, notamment en raison des mesures prises par les Pouvoirs publics.

Étant donné les prévisions budgétaires, nous avons considéré que les prix du tabac subiraient des hausses en novembre 1994 (résultant de l'application de la loi Evin) et dans la deuxième moitié de 1995. Ces dernières consisteront en des réajustements fiscaux et en une augmentation des prix de production.

Ces mouvements entraîneraient une inflation sous-jacente à + 1,5 % en 1994, avant une légère hausse à + 1,9 % en 1995. En moyenne annuelle, l'inflation hors tabac serait de 1,4 % pour 1994, et de 1,9 % en 1995.

Le revenu des ménages bénéficie de l'amélioration de l'emploi...

Au cours du premier semestre de 1994, le revenu disponible des ménages s'est stabilisé. Après avoir crû de 2,3 % en 1992, le pouvoir d'achat du RDB s'était établi à + 1 % en 1993. La croissance de cet agrégat sera encore vraisemblablement inférieure à 1 % en 1994, et devrait progresser de 1,4 % en 1995. Ce résultat provient principalement de la reprise de l'emploi, conjuguée à une inflation stabilisée.

La masse salariale augmenterait de 0,5 % en volume en 1994, après s'être contractée de 0,5 % l'année dernière. Ce redressement serait réalisé grâce à l'amélioration des effectifs, en dépit d'une progression encore faible des salaires.

En 1994, les salaires individuels du secteur marchand évolueront comme en 1993 ; les accords salariaux signés pour 1994 — avec retard par rapport aux années antérieures — prévoient en effet très rarement des augmentations supérieures à 1,8 %. Le SMIC a franchi le seuil des 6 000 F brut par mois en juillet 1994 mais, comme en 1993, il n'a pas bénéficié d'un coup de pouce du gouvernement ; étant indexé sur l'indice des prix hors-tabac, il ne devrait pas subir de réajustement d'ici à juillet 1995. Le relèvement se ferait alors sans supplément étant donné les pressions croissantes qui pèsent sur le principe même de l'existence du salaire minimum ⁽¹³⁾.

Même si le nombre des salariés qui obtiennent des augmentations est en hausse depuis un an, les progressions accordées demeurent faibles (1,0 %), et l'intervalle moyen entre deux augmentations assez important (entre 5 et 6 mois) ⁽¹⁴⁾. Le glissement annuel du taux de salaire horaire ouvrier (TSHO) s'établissait seulement à 2,3 % en juillet 1994 ; cette année, les évolutions de salaires n'excéderont donc que légèrement la hausse des prix.

L'accroissement de la masse salariale résultera presque exclusivement de celui des effectifs du secteur privé marchand, ceux de la fonction publique et des grandes entreprises nationales ne variant pas. L'accord salarial signé l'année dernière dans la fonction publique, qui prévoit des hausses concentrées en décembre 1994 (+ 1,1 %) et février 1995 (+ 1,5 %), va cependant moduler l'évolution de la masse salariale reçue par les ménages.

Le ralentissement des salaires individuels s'interromprait à la charnière de 1994 et 1995 en liaison avec la reprise constatée sur le marché du travail. Nous pensons que les salaires versés aux ménages pourraient progresser de 3,9 % en valeur en 1995, tandis que dans le même temps le salaire horaire ouvrier ne croîtrait que de 2,4 % en moyenne annuelle.

Les cotisations sociales accompagneront la reprise de la masse salariale. Elles croîtraient d'environ 4,5 % en 1995 après 4,4 % en 1994, année où les taux ont été revus à la hausse. En revanche les cotisations des non-salariés, comme celles versées par les employeurs, progresseront plus modérément en raison de la poursuite de certains allègements (cotisations familiales) initiés en 1994. De plus, les mesures d'exonération de charges patronales pour les nouveaux emplois, décidées au creux du cycle conjoncturel, s'imputeront sur les entrées de cotisations sociales. Celles-ci croîtraient donc sensiblement moins que celles des salariés.

Pour 1995, les taux de cotisations sociales ont été maintenus inchangés sous l'hypothèse que les déficits sociaux seraient financés par

(13) Rappelons que le Code du travail prévoit que le SMIC est revalorisé le 1^{er} juillet de chaque année, à hauteur de 50 % du gain de pouvoir d'achat du taux de salaire horaire ouvrier constaté par le Ministère du travail au 1^{er} avril de l'année considérée. L'indexation se produit également lorsque l'inflation dépasse 2 % depuis le dernier réajustement. Depuis le 1^{er} janvier 1992, l'indice des prix de référence est l'indice hors-tabac.

(14) Source : DARES / Ministère du Travail.

une augmentation de la CSG. En conséquence, le pouvoir d'achat des salaires nets stagnerait en 1994 (+ 0,1 %), avant de croître l'année prochaine de 1,9 %.

... tandis que la croissance des prestations sociales serait nettement ralentie

Le rythme de croissance des prestations sociales s'est sensiblement ralenti depuis le début de 1994. Après avoir progressé de 6,5 % en 1993, les prestations versées aux ménages croîtraient d'environ 4,5 % en valeur cette année.

La progression des dépenses de santé relevant du régime général de la Sécurité sociale s'est infléchie au cours des mois récents. Si l'objectif de hausse annuelle fixé dans les comptes de la Sécurité sociale en juin 1994 (+ 3,1 % de 1993 à 1994) semble difficile à atteindre, le rythme d'évolution de ces dépenses devrait pouvoir être maintenu en-deçà des 4 % en cours d'année 1994, ce qui serait déjà un résultat remarquable au regard des 7,1 % et 6,2 % constatés en 1992 et 1993. Le triplement de l'allocation de rentrée scolaire reconduit pour 1994 et 1995 contribuera à maintenir les dépenses de la Caisse nationale d'allocations familiales. Par ailleurs, en dépit de la modification des règles d'indexation et de calcul, les retraites devraient encore progresser significativement en raison d'entrées toujours nombreuses, à des niveaux de pensions bien supérieurs à celles qui s'éteignent. Finalement, seules les dépenses de l'Unedic pourraient enregistrer un sensible ralentissement, en raison principalement de l'amélioration de l'emploi mais également du fait de la diminution de 5 % de l'allocation moyenne par chômeur en 1995, conformément à l'accord de 1993 sur le financement de l'Unedic. Le pouvoir d'achat des prestations sociales croîtrait alors de 2,5 % et 2,6 % au cours de cette année et de 1995.

La progression des revenus d'exploitation compenserait la diminution des revenus du capital

L'excédent brut d'exploitation des ménages retrouvera une progression sensible dès 1994. Les agriculteurs, dont le revenu s'était contracté de 15 % en 1993, devraient voir leur situation se stabiliser. Mais les revenus tirés de la location immobilière pèseraient sur la progression de l'EBE dans la mesure où les indices de référence baissent, en écho à la crise immobilière qui sévit depuis 1992. Ceci pourrait limiter la progression en termes réels de l'EBE des ménages à quelque 2 % en 1994 et en 1995.

Les revenus nets de la propriété et de l'entreprise reculent en 1994, en dépit de l'allègement des charges financières payées par les ménages (2,5 % en valeur en 1993 et probablement autant en 1994) qui reflète à la

fois le processus de désendettement et la baisse des taux d'intérêt. Les revenus bruts de la propriété perçus par les ménages se contractent également. L'année prochaine le recul des revenus nets serait de 1,5 % en volume, après une contraction de plus de 6 % en 1994.

Finalement, les prélèvements fiscaux vont amputer davantage en 1995 la progression du revenu disponible des ménages. D'une part l'assiette fiscale s'élargit, mais surtout la situation des comptes sociaux et les difficultés financières de l'Etat nous conduisent à maintenir l'hypothèse que nous faisons en avril dernier d'une augmentation de la CSG de 1,1 point après les élections présidentielles. L'abandon des réductions d'impôts promises aux ménages, et l'accroissement de la redevance télé, poussent également à la hausse les impôts que paieront les ménages : ceux-ci augmenteraient de 5,4 % en volume en 1994 (tableau 2).

2. Croissance du revenu réel des ménages

En %

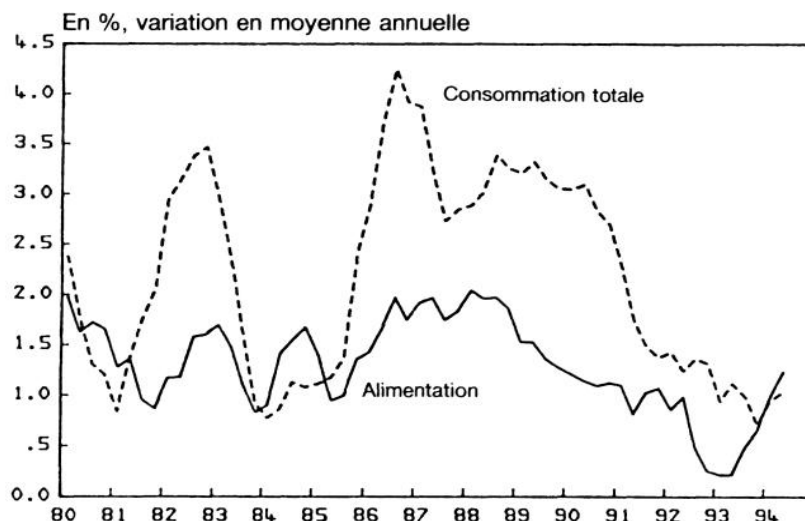
	1993	1994	1995
Excédent brut d'exploitation	0,9	2,0	2,0
Salaires nets	- 0,9	0,1	1,7
dont :			
Salaires bruts	- 0,5	0,5	1,9
Cotisations	0,3	0,8	1,3
Prestations sociales	4,4	2,5	2,6
Revenus de la propriété et de l'entreprise (nets)	1,4	- 6,4	- 1,5
Impôts sur le revenu et le patrimoine	3,6	2,4	5,4
Somme des prélèvements sociaux et fiscaux	1,2	1,2	2,4
Revenu disponible réel	1,0	0,9	1,4
Prix à la consommation (moyenne)	2,1	1,7	2,0
Prix hors tabac	1,8	1,4	1,9

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

La consommation bénéficiera de la baisse du taux d'épargne

Le redémarrage de la consommation alimentaire aurait pu constituer un indicateur avancé de la reprise. En effet, celle-ci s'est redressée bien avant la consommation totale (graphique 26). L'automobile a été le second bénéficiaire des dépenses des ménages. Ceux-ci se sont empressés d'utiliser la prime à la casse, ainsi que les rabais accordés par les constructeurs, et de satisfaire leurs besoins de renouvellement exprimés fin 1993.

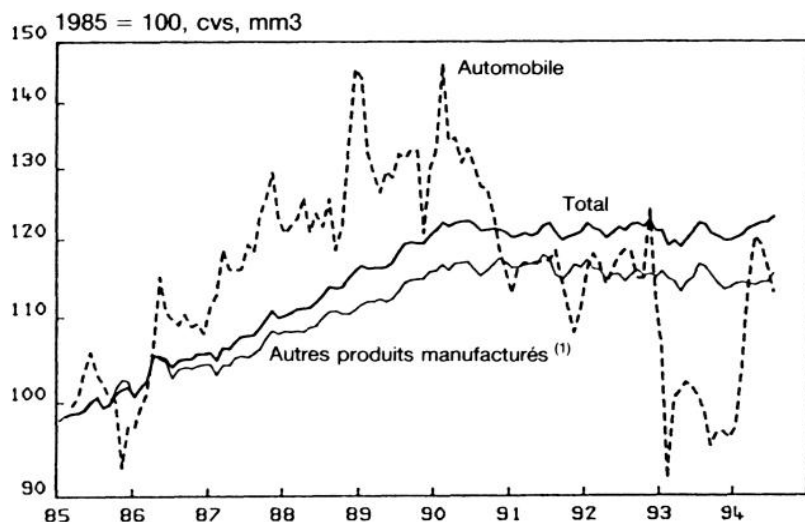
26. Consommation des ménages en volume



Sources : INSEE, calculs OFCE.

Après un rebond spectaculaire par rapport au très bas niveau de 1993, les immatriculations semblent maintenant avoir atteint un palier au deuxième trimestre. La relance de ce secteur s'est diffusée aux autres produits (graphique 27). Les biens durables semblent avoir d'abord bénéficié de ce regain, ainsi qu'en témoigne l'accélération de la consommation de biens d'équipement ménagers. Le textile s'oriente mieux au cours des mois récents.

27. Consommation des ménages en produits manufacturés



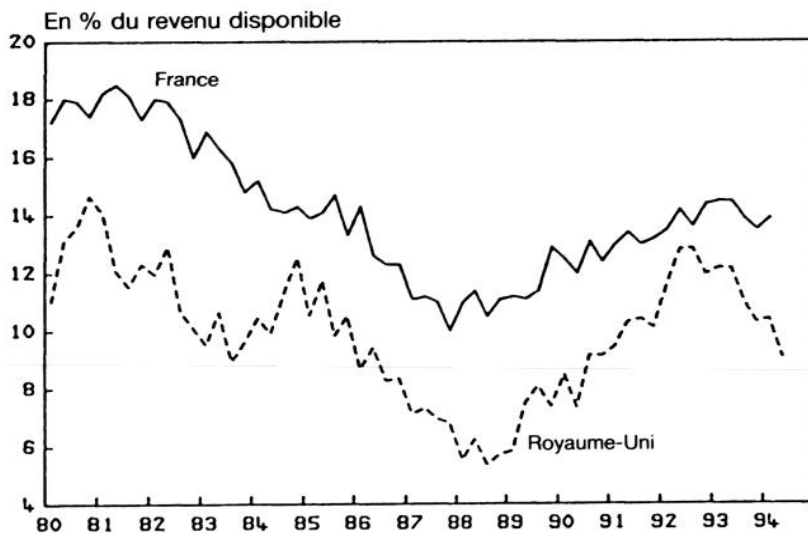
(1) Total hors automobiles (neuves et pièces détachées), pneumatiques et pharmacie
Sources : INSEE, CCFA, calculs OFCE.

La consommation des ménages progresserait de 2 % et 3 % en volume, respectivement en 1994 et 1995, après 0,8 % seulement en 1993. Cette progression serait permise par la croissance du RDB mais aussi par une baisse sensible du taux d'épargne dont on voit déjà

l'amorce. En effet, l'amélioration constatée de l'emploi incite les ménages à se montrer moins précautionneux, d'autant qu'ils se sont reconstitués des marges d'endettement à court terme.

Si l'on en croit les statistiques restreintes au champ bancaire ⁽¹⁵⁾, le crédit à la consommation n'aurait toujours pas redémarré. En revanche, les indications que l'on possède sur l'activité des institutions financières spécialisées, particulièrement actives en matière de crédit à la consommation, montrent une hausse sensible des encours (jusqu'à 4 % au premier semestre), en liaison notamment avec les ventes d'automobiles. Même si la persistance de taux d'intérêts réels élevés, et une politique sélective des banques, peuvent limiter les velléités des emprunteurs potentiels, les ménages devraient à la fois diminuer leurs encaisses de précaution et s'endetter dans un climat de reprise tel que nous le prévoyons.

Ainsi que le montre l'exemple du Royaume-Uni, pays en avance dans le cycle économique, la reprise s'accompagne d'une forte chute du taux d'épargne, même si certains paliers peuvent momentanément différer cette chute (graphique 28). Il semble que dans les années quatre-vingt, les ménages français aient eu un comportement d'épargne qui se rapproche de celui observé chez nos voisins britanniques, ceci pouvant résulter du courant continu de dérèglementations financières observé sur la période.



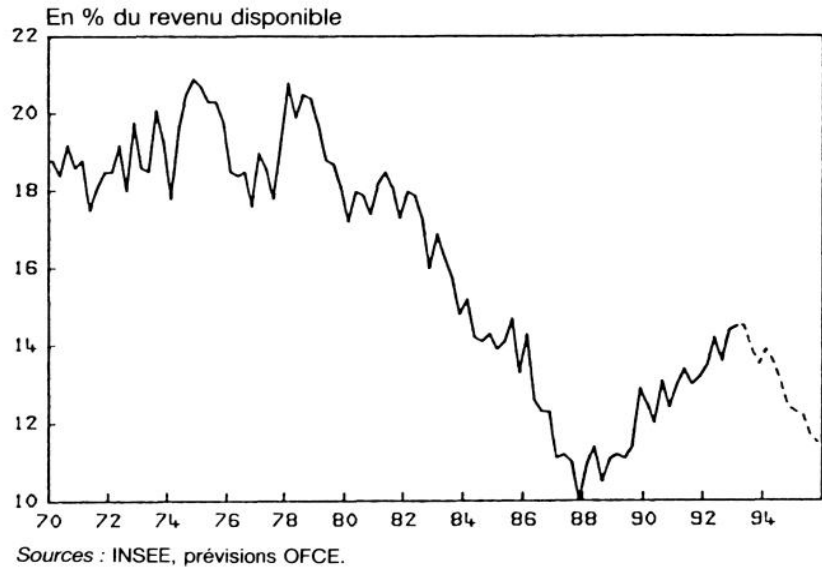
28. Taux d'épargne des ménages

Sources : INSEE, CSO.

Les ménages réduiraient ainsi leur taux d'épargne d'environ deux points entre le début de 1994 et la fin de 1995 (graphique 29). En moyenne annuelle, le taux d'épargne reviendrait de 14,1 % en 1993, à 13,2 % et 11,9 % en 1994 et 1995.

(15) Statistiques monétaires mensuelles de la Banque de France.

29. Taux d'épargne des ménages

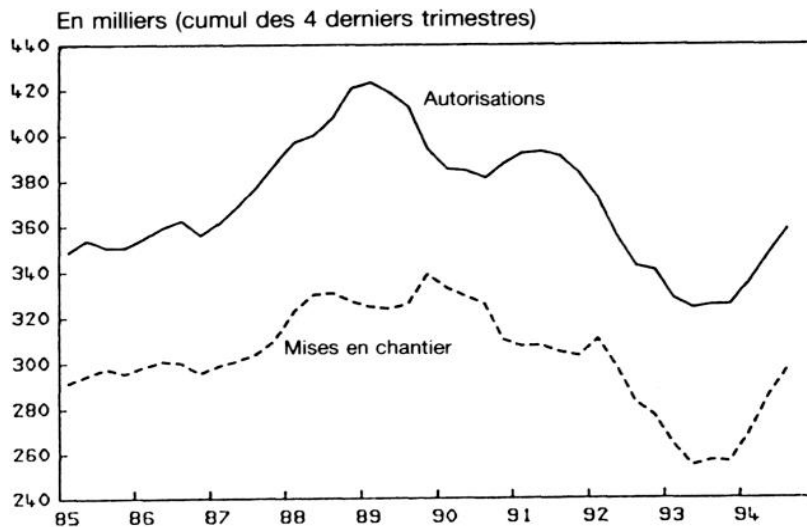


La reprise de l'immobilier resterait modérée

Les indicateurs d'opinion des promoteurs immobiliers sont extrêmement élevés en regard des niveaux de l'activité réelle. Si des réajustements interviennent dans les opinions exprimées par les promoteurs, elles ne seront pas pour autant significatives d'une baisse prévisible de l'activité, mais compenseront l'euphorie de sortie de crise.

Le rebond est d'autant plus fort que l'année 1993 avait été particulièrement déprimée. En niveau, les mises en chantier de logements neufs devraient atteindre 290 000 à 300 000 unités en 1994. Fin août 1994, près de 200 000 logements avaient été construits, contre 162 500 pour la période correspondante de 1993, soit une progression de 22 % (graphique 30). La croissance se poursuivra en 1995, mais ne sera probablement pas aussi soutenue que cette année ; en effet, les secteurs aidés auront été particulièrement dynamiques cette année, et une partie des aides ne sera pas reconduite en 1995. Même si les stocks des promoteurs sont maintenant dégonflés, ce qui devrait enrayer la chute des prix, les banques semblent encore particulièrement sélectives en matière de crédits immobiliers, la faible progression de l'encours de crédits ne reflétant pas seulement les baisses de prix constatées sur les ventes récentes. Les promoteurs notent d'ailleurs que les apports personnels des candidats sont importants, ce qui montre que pour l'instant une grande partie des acheteurs possède une épargne financière préalable.

Si les ménages retrouvent du pouvoir d'achat et une capacité d'endettement, et que les banques relâchent leurs conditions de crédit, le marché devrait poursuivre sa remontée, même dans l'hypothèse d'un amenuisement des aides de l'Etat. Mais les taux d'intérêt réels encore élevés empêchent que la reprise s'amplifie.



30. Construction de logements

Sources : Ministère de l'équipement et du logement, calculs OFCE.

Le point bas du cycle de l'emploi a été atteint en 1993

La baisse de l'emploi en 1993 semble avoir été identique à celle de 1992, soit $-1,6\%$, selon les dernières évaluations disponibles (nouvelle évaluation annuelle de 1992 et première exploitation des données exhaustives de l'UNEDIC pour 1993, incluant les entreprises de moins de dix salariés). La correction des chiffres provisoires 1993, passés de $-1,5\%$ à $-1,6\%$ en l'état actuel de l'information, a été moins ample que celle de 1992, dont l'évaluation initiale était donnée à $-0,9\%$. Il semble cette fois-ci que la prise en compte des petites entreprises n'ait plus contribué négativement à la révision du total, dans la mesure où les pertes d'emplois s'y sont atténuées plus rapidement que dans les grandes (encadré 3).

En effet, les embauches sur contrat à durée déterminée, orientées à la hausse dès la fin de 1992 dans les petites unités, constituaient, au creux de la récession, le signe précurseur d'un retournement⁽¹⁶⁾. Le développement des contrats de travail à temps partiel en 1993, concernant surtout les petites unités du secteur tertiaire et constituant, grâce à l'abattement de charges patronales institué en septembre 1992, un des dispositifs de politique publique les plus dynamiques, a aussi permis un retournement de l'emploi plus précoce dans les petites entreprises⁽¹⁷⁾. Dès lors, à la fin de 1993, leur plus grande réactivité, qui avait accentué les pertes

(16) Voir N. Barthélémy & C. Jaulent, « Embauches et licenciements au cours de l'année 1993 : un marché de l'emploi en voie de redressement ? », *Premières Synthèses*, DARES-Ministère du travail, n° 69, 2 septembre 1994.

(17) Voir C. Abrossimov & D. Gelot, « En 1993, une politique de l'emploi très active », *Premières Synthèses*, DARES-Ministère du travail, n° 71, 26 septembre 1994.

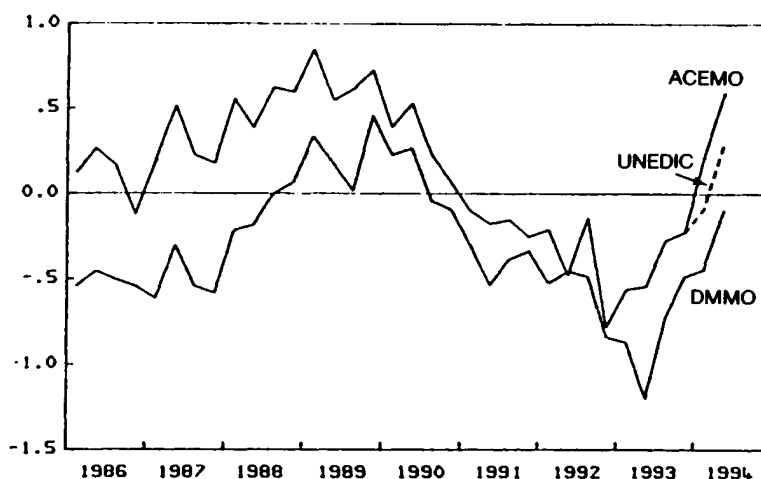
3. Les sources d'information sur l'emploi

Les informations conjoncturelles sur l'emploi émanent de plusieurs sources : d'abord l'enquête sur l'activité et les conditions d'emploi de la main-d'œuvre (ACEMO) réalisée par le Ministère du travail, ensuite les données relevant de l'activité de l'UNEDIC, enfin les déclarations de mouvements de main-d'œuvre (DMMO) dans les établissements de plus de cinquante salariés ⁽¹⁾. La superposition des taux de variation trimestriels de l'emploi selon les différentes sources montre que (voir graphique) :

- leurs évolutions sont en général similaires au trimestre le trimestre ;
- le taux net de variation de l'emploi dans les établissements de plus de cinquante salariés, obtenu en retranchant les sorties aux entrées déclarées (DMMO), est toujours inférieur à celui de l'ensemble des établissements, mesuré à partir des deux premières sources (ACEMO et UNEDIC) ;
- l'ampleur de cet écart semble dépendre de l'évolution du taux de variation de l'emploi : durant les périodes où le taux s'élève, l'écart s'accroît ; en revanche les phases de décroissance du taux de variation voient l'écart se réduire.

Ces mouvements de l'écart traduisent le fait que l'emploi dans les petits établissements évolue plus fortement que dans les grands : il augmente davantage durant les phases de reprise et baisse davantage durant les phases de contraction. C'est ainsi qu'en 1993, l'écart s'est de nouveau creusé, témoignant en cela d'un retournement plus lent de l'emploi dans les établissements de plus de cinquante salariés. Le taux de variation de l'emploi dans ces établissements a en effet atteint un minimum au deuxième trimestre 1993, soit deux trimestres après celui de l'ensemble.

Taux de variation de l'emploi salarié



Sources : INSEE, Ministère du travail, UNEDIC, calculs OFCE.

(1) Cette statistique donne mensuellement depuis 1986 les taux d'entrée et de sortie de main-d'œuvre pour 100 salariés présents dans les établissements. La différence entre le taux d'entrée et le taux de sortie est représentative du taux de variation mensuel de l'emploi dans ces établissements. En cumulant ces taux mensuels, on recalcule des taux trimestriels. On peut alors procéder à un recoupement avec les sources ACEMO et UNEDIC. Compte tenu des délais d'obtention des DMMO (le dernier point connu actuellement est mai), cette démarche n'a aucune vertu prévisionnelle. Elle n'a d'autre but que de juger de la concordance des diverses sources d'information.

d'emploi en 1991 et 1992, les a amorties, notamment dans le tertiaire. Dans l'industrie et le bâtiment, les révisions à la baisse que nous présentions pour 1993, au vu notamment des déclarations des chefs d'entreprise aux enquêtes de conjoncture, se sont confirmées par des corrections de l'ordre d'un demi point, de - 3,8 % à - 4,3 % pour l'industrie et de - 4,2 % à - 4,6 % pour le bâtiment. En ce qui concerne le tertiaire, les évaluations provisoires indiquant une stagnation des effectifs ont été révisées à la hausse, de 0,2 point, du fait probablement de la mauvaise prise en compte du temps partiel, des contrats à durée déterminée et de l'intérim, éléments de la force de travail qui réagissent les premiers en phase de retournement. Les chiffres d'emploi de 1992 ont été aussi encore nettement révisés, notamment les évaluations par branche. Ces révisions, qui touchent l'industrie et le tertiaire, masquent des évolutions de l'emploi qui demeurent en phase avec le cycle conjoncturel (encadré 4).

4. Les révisions statistiques affectent la lecture des évolutions de l'emploi

Les statistiques semi-définitives de 1992 ont été encore nettement révisées, non pas tant l'évolution d'ensemble, ramenée de - 1,9 % à - 1,6 %, que les composantes industrie et tertiaire, ce qui modifie le diagnostic que l'on peut porter sur la situation de l'emploi dans ces branches. Une première correction a consisté à réaffecter « 50 000 salariés de l'administration d'entreprise (holdings) autrefois classés dans l'industrie [et qui] le sont désormais dans le tertiaire » ⁽¹⁾. Ces reclassements diminuent de plus d'un point l'emploi industriel et augmentent l'emploi tertiaire de 0,6 point (voir tableau).

Effet des reclassements sur l'évolution de l'emploi dans l'industrie et le tertiaire

	1991	1992	1993
Industrie			
— effectifs avec reclassement	4 652,3	4 470,0	4 279,0
%	- 2,7	- 3,9	- 4,3
— effectifs sans reclassement	4 652,3	4 520,0	4 329,0
%	- 2,7	- 2,8	- 4,2
Tertiaire			
— effectifs avec reclassement	8 920,1	8 935,2	8 951,9
%	0,6	0,2	0,2
— effectifs sans reclassement	8 920,1	8 885,2	8 901,9
%	0,6	- 0,4	0,2

Sources : INSEE, calculs OFCE.

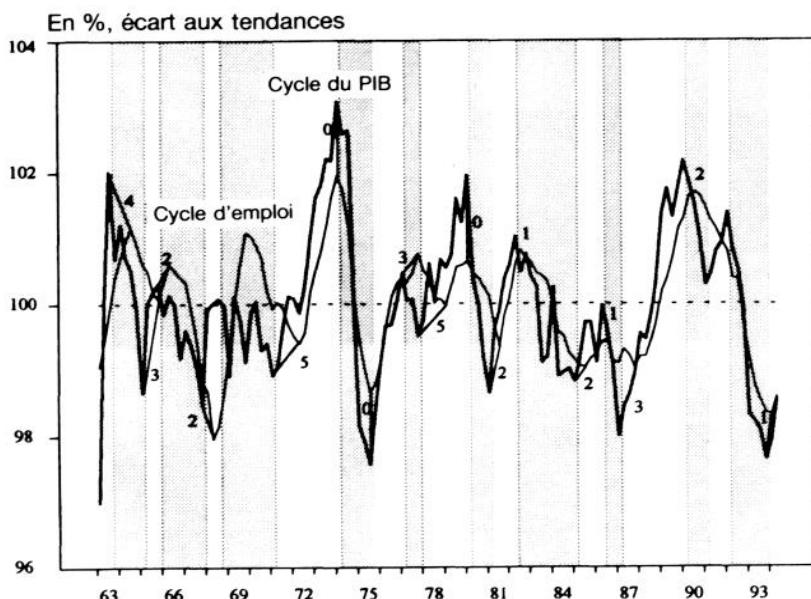
(1) Voir Informations Rapides, INSEE, n° 248, 6 septembre 1994.

A champ constant, en supposant que les reclassements n'aient pas eu lieu, l'évolution de l'emploi industriel a été révisée en hausse de 0,6 point en 1992 par rapport aux évaluations dont on disposait en février. Finalement, les pertes d'emplois en 1992 auraient été à peine plus élevées qu'en 1991, - 2,8 % contre - 2,7 %, alors que les chiffres non corrigés des reclassements font apparaître une baisse de 3,9 % en 1992. De tels écarts affectent naturellement le calcul de la productivité dont le niveau serait surestimé, à cause des réaffectations. En écho, l'année 1993, avec une baisse des effectifs industriels de 4,2 %, marque une forte dégradation par rapport à 1992. Symétriquement, la baisse des effectifs tertiaires en 1992 retracée en mars, - 0,6 %, s'est transformée en une hausse de 0,2 %, du fait notamment de la réaffectation des « 50 000 » dans ce secteur. A champ constant, les effectifs tertiaires demeurent en repli à - 0,4 %. La situation en 1993, avec une hausse de 0,2 %, tranche alors nettement avec celle de 1992, dans la mesure où le taux de variation de l'emploi se serait redressé de 0,6 point, ce qui témoigne aussi de la reprise des composantes les plus volatiles de l'emploi dans le courant de l'année 1993.

Le redressement de l'emploi au premier semestre 1994 a surpris, à la fois par sa précocité et par son ampleur. Faut-il y voir un effet de la modification du comportement des entreprises en matière d'embauche, par un raccourcissement du délai d'ajustement de l'emploi, ou simplement la conséquence de l'ampleur inattendue de la reprise ? Une analyse sur longue période des cycles d'emploi en lien avec les cycles d'activité peut permettre d'éclairer le débat.

Les retards d'ajustement des effectifs à l'activité se traduisent par des décalages entre les points de retournement cycliques de l'emploi et les points de retournement du PIB (graphique 31). C'est ainsi qu'en règle générale, les pics et les creux de l'emploi apparaissent retardés d'environ 2 à 4 trimestres par rapport aux pics et aux creux de l'activité (sauf à la charnière de 1969 et 1970 où un pic de l'emploi se produit sans correspondance apparente avec le profil du PIB). A cet égard, les points de retournement de la seconde moitié des années quatre-vingt ne sont pas différents des autres, dès lors que des décalages semblables à ceux observés dans le passé marquaient le creux de 1987 et le pic de 1990.

Les seules exceptions sont les années 1974, 1975 et 1979 pour lesquelles les points de retournement du Pib et de l'emploi sont simultanés. Cette concordance semble n'avoir d'autre raison que la brutalité des fluctuations du PIB : même si le degré d'inertie de l'emploi par rapport à l'activité est inchangé, l'emploi évoluera d'autant plus fortement que la variation du Pib sera forte. Alors le taux de variation de l'emploi pourra, a fortiori s'il change instantanément de signe, passer subitement en-dessous ou au-dessus du taux de variation de la tendance, provoquant de ce fait un retournement plus précoce que lors de fluctuations davantage amorties. C'est semble-t-il ce qui s'est produit au premier semestre 1994, à l'instar de la remontée de 1975. La forte croissance est donc à l'origine de la reprise de l'emploi, sans que l'on puisse conclure, à ce stade de la reprise, à un changement du délai de réaction de l'emploi à l'activité.



31. Cycle d'activité et cycle d'emploi

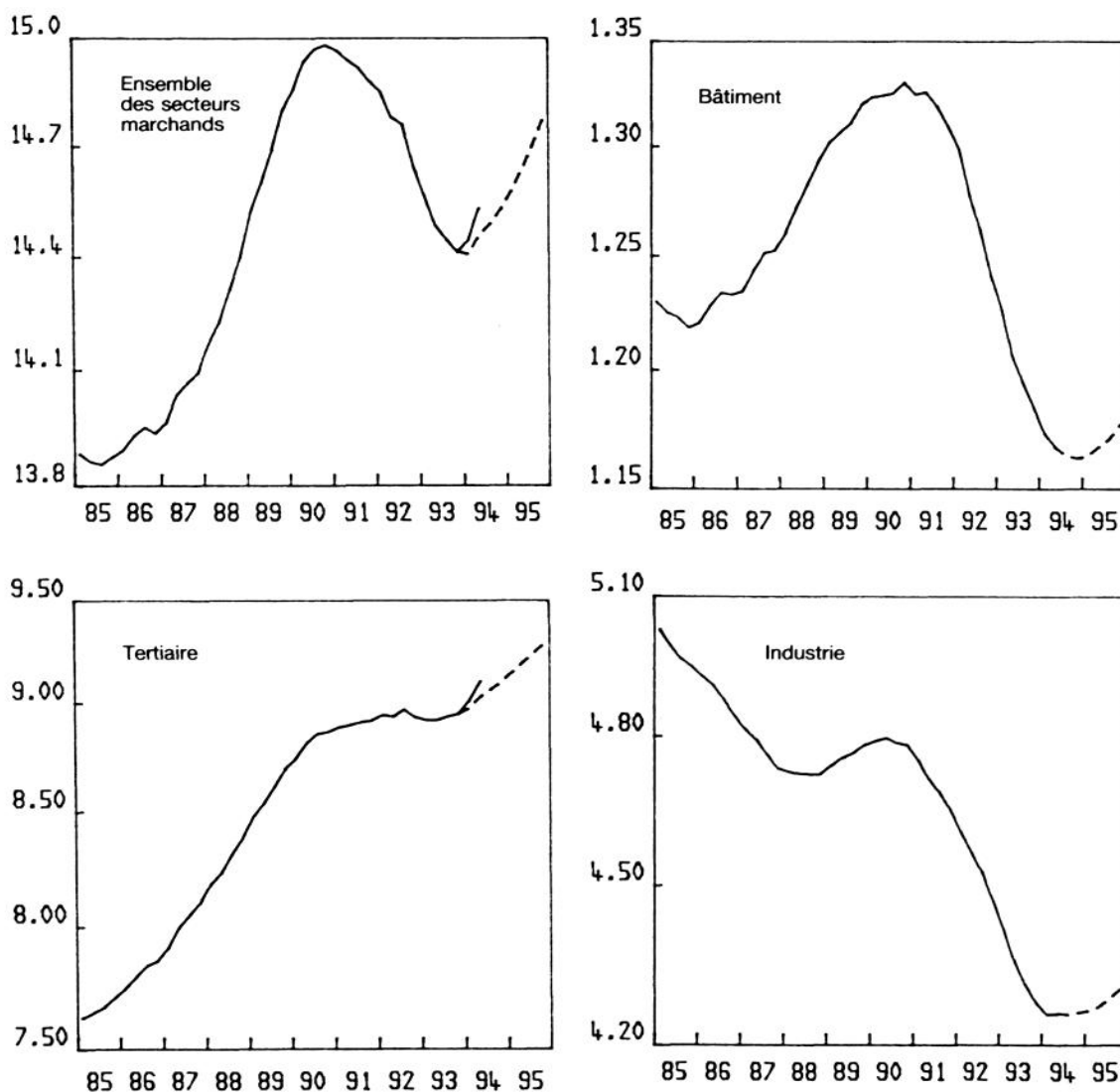
Sources : INSEE, calculs OFCE.

Légende : les cycles du PIB marchand et de l'emploi marchand non agricole ont été représentés en rapportant les niveaux à leur tendance de moyen terme calculée par une moyenne mobile centrée sur 21 trimestres. Les phases descendantes du cycle d'activité ont été représentées par des bandes grisées verticales. Les cycles retracés ici proviennent d'un découpage proposé par J. Fayolle jusqu'en 1990, « Cycles et trends d'épargne et d'investissement dans une économie moyenne et ouverte : le cas de la France », *Revue de l'OFCE, Observations et diagnostics économiques*, n° 45, juin 1993. Par construction, les points de retournement, identifiés par l'écart maximal des séries à leur tendance, se produisent quand le taux de variation de l'agrégat passe au-dessus ou en-dessous du taux de variation de la tendance. Les décalages entre les points de retournement ont été reportés sur le graphique en nombre de trimestres.

La reprise de l'emploi en 1994 est le fait du secteur tertiaire (graphique 32). Si elle semble incontestable, les prémices d'un retournement cyclique étant apparus dès 1993, les évaluations provisoires pour le tertiaire divergent sur l'ampleur des créations : 0,9 % selon l'UNEDIC entre décembre 1993 et juin 1994, 1,7 % selon l'enquête ACEMO du Ministère du travail. Cette deuxième estimation paraissant à ce stade de la reprise trop optimiste, notamment au vu de l'évolution de la productivité, il nous a paru plus vraisemblable de retenir l'évaluation de l'UNEDIC.

Au deuxième trimestre 1994, l'industrie a cessé de perdre des emplois, interrompant une succession de quinze trimestres de baisse des effectifs. Mais l'interruption des suppressions s'est vraisemblablement produite avant le deuxième trimestre, pour lequel une évolution positive est probable, dans la mesure où le recours aux intérimaires, utilisés par l'industrie mais comptabilisés dans le tertiaire, n'est pas pris en compte. La productivité a crû très fortement dans le secteur manufacturier, + 3,5 % et + 3,2 % successivement en ce début d'année, soit + 7,6 % par rapport à la même période de l'année 1993 (graphique 33a). Enfin, dans le bâtiment, les pertes d'emplois se sont ralenties à la faveur de la reprise d'activité dans la branche au premier semestre. Les gains de productivité y ont aussi été sensibles, mais moindres que dans l'industrie avec + 2 % chaque trimestre, et le niveau tendanciel est presque rejoint. Cette situation fait suite à un creusement de l'écart à la tendance depuis la fin 1991 en dépit de l'importance des suppressions d'emplois dans le secteur.

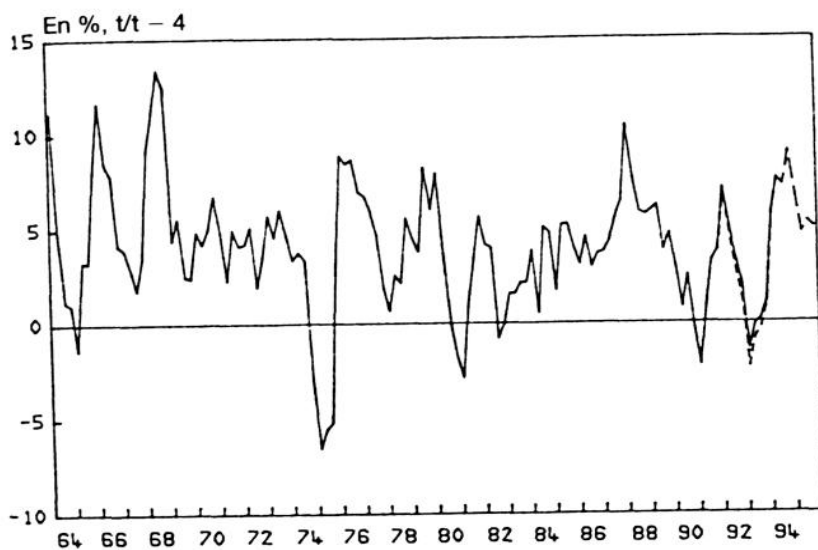
32. Emploi salarié ⁽¹⁾ (millions, cvs)



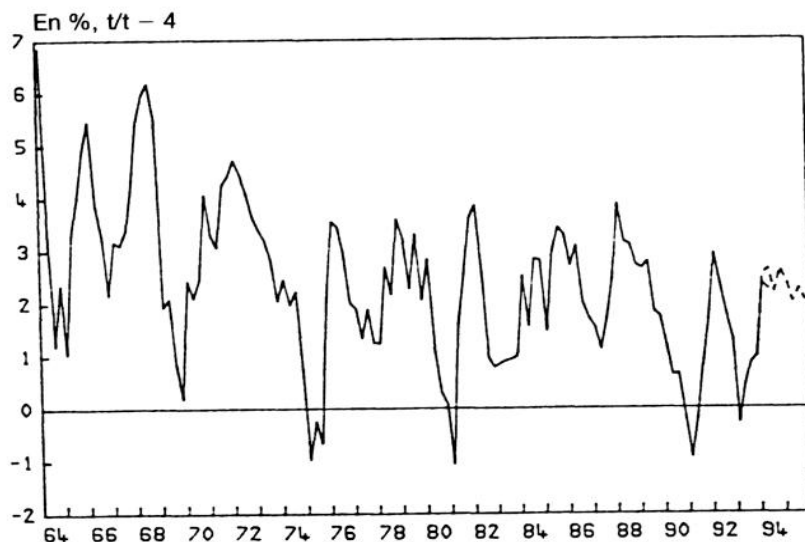
(1) En fin de trimestre

Sources : INSEE, UNEDIC, prévisions OFCE.

Les gains de productivité ont été nets dans l'industrie et le bâtiment au cours de cette première phase de la reprise, et cette évolution ne se démarque pas du comportement habituel de la productivité à ce point du cycle conjoncturel. Par contre, la productivité de l'ensemble des branches marchandes a cru à un rythme sensiblement inférieur à ce qui a pu être observé dans le passé en période de reprise (graphique 33b). L'évolution de l'emploi dans le tertiaire, même si l'on retient l'hypothèse basse de l'UNEDIC, en est à l'origine. Faut-il conclure à une évolution atypique de la productivité ou à une nouvelle étape du ralentissement structurel des gains ? En l'état actuel des estimations encore très provisoires, tant des comptes trimestriels que de l'emploi, il semble prématuré d'apporter une réponse à cette question.



33a. Productivité dans l'industrie manufacturière ⁽¹⁾



33b. Productivité dans les secteurs marchands non agricoles ⁽¹⁾

(1) Production par tête

Sources : INSEE, UNEDIC, calculs OFCE.

L'économie a renoué avec la croissance de l'emploi

La forte reprise de l'activité dans le secteur industriel n'a pas encore suscité de créations d'emplois (graphique 32). Les entreprises ont en effet répondu au surcroît de production par l'utilisation plus intense des effectifs dont elles disposaient, en mobilisant les marges de capacité de production sans embauche et, selon nos estimations tirées des déclarations des industriels à l'enquête de conjoncture, en allongeant la durée du travail. La productivité apparente du travail s'est donc élevée (graphique 33a). Il est probable qu'elle le fera encore au cours du prochain trimestre dans la mesure où les entreprises puiseront toujours dans les marges d'utilisation. C'est à la fin de 1994 que des créations d'emplois, modestes à ce stade, réapparaîtraient. En 1994, l'emploi industriel se sera donc à nouveau contracté, de 0,4 %, ce qui tranche toutefois avec

1993, année au cours de laquelle les pertes se sont élevées à 4,3 %. La croissance s'accroîtra ensuite et 1995 verrait augmenter les effectifs industriels de 1,1 %. Compte tenu de ces retards d'ajustement de l'emploi, la productivité s'élèvera fortement en 1994, de 9 % entre la fin 1993 et la fin 1994 ce qui n'a rien d'exceptionnel au vu des cycles passés ; mais les gains seront plus atténués en 1995, (+ 5 %), du fait de la reprise des embauches.

La reprise de l'emploi dans le bâtiment, dans un contexte de regain d'activité en 1994 et 1995, s'effectuerait selon un schéma voisin de celui décrit pour l'industrie. Il faudra attendre le début de 1995 pour voir apparaître des créations. D'ici là les entreprises réduiront encore légèrement les effectifs, de 0,4 % entre juin et décembre, la productivité suivant alors sa tendance, retrouvée au premier semestre. Au total, l'emploi dans le bâtiment baissera de 1,8 % en 1994, après des pertes de 4,6 % en 1993, puis augmenterait de 1,2 % en 1995. Dans le secteur tertiaire, les composantes qui en avaient déprimé l'évolution durant la phase de récession, de par leur sensibilité à la conjoncture, joueront en sens inverse maintenant, en particulier les services aux entreprises et les commerces. Après une hausse modeste de 0,2 % en 1993, la croissance des effectifs tertiaires s'accroîtra en 1994 et 1995, avec respectivement 1,7 % et 2 % (graphique 32).

L'amorce d'une décrue du chômage est envisageable en 1995

Les secteurs marchands seront donc à nouveau créateurs d'emplois en 1994, + 110 000, du fait de la reprise des embauches dans le tertiaire, et en 1995 où la croissance s'accroîtra avec 245 000 créations. La contribution des secteurs non marchands et des non-salariés sera encore négative cette année, faiblement positive l'année prochaine. L'emploi total s'élèvera légèrement en 1994 (+ 75 000), plus franchement en 1995 avec 265 000 créations (tableau 3).

L'effort mené en faveur du traitement social du chômage s'était fortement intensifié en 1992 et avait contenu la progression des demandeurs d'emploi à 150 000 malgré la perte de 320 000 emplois cette année là. Cet effort a été maintenu en 1993, mais compte tenu du haut niveau atteint, a été peu accru. Il subsiste néanmoins sur l'année un solde légèrement positif de la politique de l'emploi (30 000 personnes) : le retrait de certaines formules de stage, notamment les Actions d'Insertion et de Formation, a été compensé par l'élévation du nombre de personnes en Contrats Emploi-Solidarité ainsi que par les mises en dispense de recherche d'emploi et en préretraite. Dès lors, les pertes d'emploi en 1993, équivalentes à celles de 1992, ont élevé le chômage de 310 000.

Il est probable que l'effort de traitement social sera globalement maintenu, d'ici la fin de l'année et dans la première moitié de 1995, à son haut niveau atteint aujourd'hui. L'effet sur l'évolution du chômage serait par conséquent modéré. L'élévation du stock de CES (30 000 personnes)

3. Emploi et chômage en fin d'année

	Niveau fin 1992	Variation 1993		Variation 1994		Variation 1995	
		%	Milliers	%	Milliers	%	Milliers
Effectifs							
Secteurs marchands non agricoles, dont :	14 645	- 1,6	- 230	0,9	110	1,7	245
- Industrie	4 470	- 4,3	- 190	- 0,4	- 20	1,1	45
- Bâtiment	1 240	- 4,6	- 55	- 1,8	- 20	1,2	15
- Tertiaire	8 935	0,2	15	1,7	150	2,0	185
Autres secteurs ⁽¹⁾	7 210	- 1,1	- 80	- 0,5	- 35	0,3	20
Emploi total	21 855	- 1,4	- 310	0,3	75	1,2	265
Population active							
- potentielle ⁽²⁾	25100	—	150-180	—	150-180		110-160
- prévue	—	—	30 ⁽³⁾	—	155		215
Politique de l'emploi			30	—	30		0
		Niveau	Varation	Niveau	Varation	Niveau	Varation
Chômage							
- milliers	2 990	3 300	310	3 350	50	3 300	- 50
- taux de chômage (sens B.I.T., %)	10,9	12,4	—	12,6		12,3	

(1) Hors contrats emploi-solidarité

(2) Estimations INSEE et OFCE (département d'économétrie)

(3) Population active constatée

Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

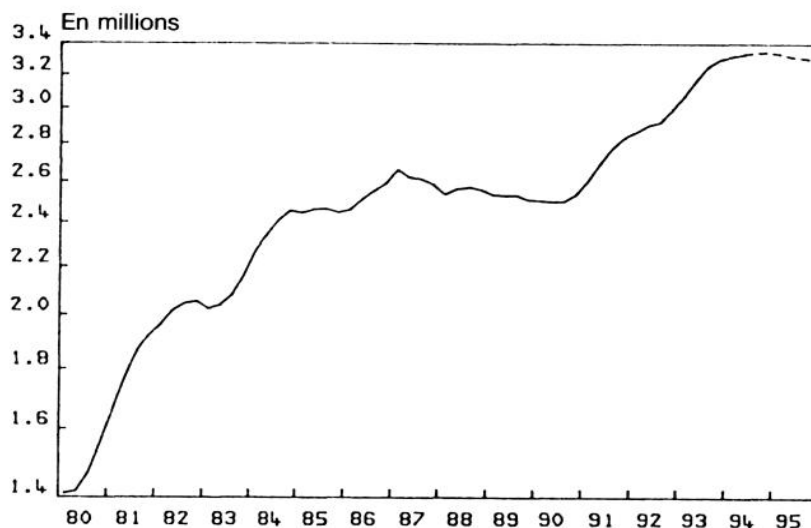
compenserait, comme en 1993, un solde légèrement négatif des stages, du fait en particulier de la disparition des programmes PAQUE⁽¹⁸⁾. La poursuite des mises en préretraite et en dispense de recherche d'emploi permettrait d'éviter environ 30 000 chômeurs supplémentaires. L'incertitude est plus grande pour envisager l'impact du traitement social à l'horizon de la prévision. Même si les crédits de la politique de l'emploi progressent de 8 % en 1995, c'est par rapport à la loi de finances initiale de 1994. Or les dépenses effectives de 1994 dépasseront les crédits votés. Le budget 1995 du Ministère du travail apparaît donc dans les faits en retrait. Dans l'incertitude sur les financements supplémentaires, l'hypothèse de neutralité de la politique de l'emploi en 1995 a été retenue.

Le chômage s'élèvera encore en 1994 (50 000 personnes) ce qui, après la hausse importante en 1993, est une première étape vers la décrue. Il se réduirait de 50 000 en 1995 (graphique 34). Ainsi, malgré la reprise des créations d'emplois, le chômage diminuerait peu. La réactivation du marché du travail l'explique. L'évolution de la population active s'était très fortement ralentie durant la phase de récession : + 10 000 personnes en 1992 et + 30 000 en 1993, très nettement en dessous du rythme tendanciel évalué entre 150 000 et 180 000 personnes par an. Dans une conjoncture déprimée, les retraits de population active s'accé-

(18) Préparation active à la qualification et à l'emploi.

lèrent, certaines personnes se trouvant évincées du marché ou découragées de s'y présenter. La reprise des créations d'emplois suscite alors un retour de ces populations vers le marché du travail. Pour cette raison, la population active croîtrait beaucoup plus vivement en 1994 et en 1995, de 155 000 et 215 000 personnes.

34. Demandeurs d'emploi en fin de mois



Source : Ministère du travail.

La politique budgétaire privilégie la réduction du déficit...

L'exécution budgétaire pour 1993 laisse finalement apparaître un déficit de 316 milliards de francs. En dépit des mesures de régulation, le déficit de 1994 demeurera supérieur à 300 milliards de francs. Les 25 milliards de francs de dépenses supplémentaires non prévus dans la Loi de finances initiale seraient couverts par 14 milliards de francs d'annulations de crédits, et des recettes fiscales supérieures aux anticipations d'environ 10 milliards de francs. Toutefois, une inconnue plane sur les dépenses de recapitalisation : celles-ci pourraient en effet atteindre 13 milliards de francs pour le Crédit Lyonnais et 20 milliards de francs pour Air France. Le déficit pourrait donc atteindre 320 milliards de francs pour le présent exercice.

Le projet de budget pour 1994 se caractérisait par des allègements fiscaux et aides consentis aux entreprises pour qu'elles cessent de débaucher, et aux ménages afin qu'ils consomment. Par ailleurs des mesures de limitation des déficits sociaux étaient décidées. Ce budget, mettant en œuvre un dosage habile de rigueur et de mesures de relance a permis d'accompagner le retournement cyclique. La politique budgétaire se trouve aujourd'hui partagée entre deux objectifs : d'une part rassurer les marchés financiers en affichant un déficit des comptes de l'Etat limité à 275 milliards de francs, qui illustrerait la volonté de restau-

rer les finances publiques ⁽¹⁹⁾ ; d'autre part poursuivre la voie sur laquelle était engagé le budget de 1994, c'est-à-dire concrétiser les engagements de réformes fiscales.

Finalement c'est le critère du déficit qui a été jugé prépondérant, car perçu comme la condition nécessaire de la baisse des taux d'intérêt.

Le budget pour 1995 s'adapte à la reprise ; le projet de Loi de finances prévoit un déficit budgétaire de 274,6 milliards de francs, soit 3,6 % du PIB. Au sens des critères de Maastricht ⁽²⁰⁾, le besoin de financement public serait supérieur à 6,2 % en 1994, et reviendrait en dessous de 5,5 % en 1995.

Les recettes fiscales progresseraient de 4,7 % en valeur, essentiellement grâce à la hausse de la base imposable. Peu de mesures nouvelles interviennent, en dehors de l'annulation des baisses d'impôts de 1994 et de la modification du plafond de la taxe professionnelle, qui passe de 3,5 à 4 % de la valeur ajoutée. L'augmentation des prix du tabac versés aux producteurs devrait rapporter environ 4 milliards de francs de recettes fiscales par simple effet d'élargissement de l'assiette sur laquelle sont prélevés les droits sur le tabac. Ces droits seront d'ailleurs augmentés en vertu de la loi Evin (c'est-à-dire hors Loi de finances) en novembre 1994. Une hausse de la TIPP interviendra au début de l'année, en même temps qu'une réduction de l'avantage fiscal sur les carburants sans plomb. De nouveaux relèvements de ces droits et taxes sur le tabac et les produits pétroliers seraient effectués dans la deuxième moitié de 1995.

L'augmentation de la CSG que nous avons anticipée rapporterait 15 à 20 milliards de francs en 1995, ce qui correspond à près de 40 milliards de francs en année pleine. Le déficit du régime général de la Sécurité sociale, qui s'établissait à 56,4 milliards de francs en 1993, pourrait atteindre 75 milliards de francs en 1994. En l'absence de nouvelles réformes qui limiteraient les dépenses, l'augmentation de la CSG permettrait de contenir le déficit à 75 milliards l'année prochaine. Quant à l'Unedic, elle enregistrera un net redressement de sa situation primaire — c'est-à-dire avant paiement de ses charges financières — qui serait excédentaire d'environ 6 milliards de francs en 1995.

Les privatisations qui restent à effectuer d'ici à la fin de 1994, la CNP ainsi qu'une partie du capital de Renault, devraient permettre de dépasser quelque peu les prévisions de recettes qui s'élevaient à l'origine à 55 milliards de francs. En revanche, les cessions prévues pour 1995 auraient du mal à rassembler ce montant. Les entreprises sur les rangs,

(19) La loi de programmation des finances publiques votée en 1993 établissait un déficit en francs courant de 267 milliards en 1995, ce qui aurait dû correspondre à une baisse de 0,7 % en valeur des dépenses publiques.

(20) Il faut ajouter au besoin de financement de l'Etat, ceux des collectivités locales et des organismes de protection sociale, ainsi que les modifications du patrimoine de l'Etat, c'est-à-dire principalement les privatisations.

Seita, AGF, une deuxième tranche de Renault, ne permettraient pas de parvenir à un total de plus 35 milliards de francs, dans l'hypothèse où les marchés seraient bien orientés. On peut certes leur adjoindre la SNECMA, Thomson et Bull, mais ces cessions sont plus contestées dans la mesure où elles touchent des entreprises travaillant pour la défense nationale ; seules certaines de leurs activités pourraient être privatisées.

Le budget de l'Etat deviendra plus restrictif en 1995. Ainsi disparaissent des mesures d'incitation à l'épargne et à l'investissement, notamment en matière de logement. Les dépenses ne croîtraient que de 2,2 %, y compris dépenses militaires et annulations de dettes pour les pays de la zone franc, soit un rythme sensiblement égal à l'inflation ⁽²¹⁾.

Le Ministère des affaires sociales, voit ses crédits progresser de 4 % en volume et le Ministère du travail de 6,2 %. L'Education nationale obtient une croissance de plus de 10 milliards de francs, soit 2,3 % en volume. Parmi les restrictions les plus importantes, l'industrie voit ses crédits diminuer de plus de 9 % en volume, tandis que ceux de l'aménagement du territoire, pourtant affiché comme une priorité, régressent de plus de 5 % en volume. L'application de l'accord de la fonction publique impliquera certainement une dérive des dépenses supérieure à celle prévue.

... mais la dette continue de s'accroître fortement

La dette de l'Etat illustre les conséquences des choix de la politique budgétaire : fin 1994, la dette serait de 2 920 milliards de francs, soit légèrement moins de 40 % du PIB. Le besoin de financement annoncé pour 1995 devrait amener la dette à environ 42 % du PIB. La dette aura donc progressé de plus de 1 000 milliards de francs depuis fin 1992, où elle se montait à 2 107 milliards de francs (30,2 % du PIB). Particulièrement vif en 1994 et 1995, le taux de croissance du stock de dette dépasserait 30 %. Cette aggravation est d'autant plus significative que dans le même temps le patrimoine de l'Etat s'est appauvri du montant des privatisations.

Les emprunts contractés au début des années quatre-vingt à des taux nominaux très élevés arrivent désormais à échéance ; la diminution des charges d'intérêt qui en résulte aurait pu restaurer des marges de manœuvre budgétaires. Mais l'accroissement de la dette de l'Etat absorbera ce gain et la part de la charge de la dette dans le PIB demeurera constante.

Achévé de rédiger le 14 octobre 1994

(21) Ce rythme est de 1,9 %, soit exactement la hausse des prix prévue si l'on exclut les 20 milliards d'annulations de dettes pour les pays de la zone franc.

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

	Trimestres												Années		
	1993				1994				1995				1993	1994	1995
	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)	18,2	18,3	16,5	15,2	14,1	16,1	16,7	16,3	16,7	17,1	18,8	19,3	17,1	15,8	18,0
Taux de change ^(a) 1 \$ = ... DM 1 \$ = ... Yen 1 £ = ... DM	1,63 121 2,41	1,62 110 2,48	1,68 106 2,52	1,68 108 2,51	1,72 108 2,56	1,66 103 2,50	1,56 99 2,42	1,60 100 2,46	1,67 102 2,52	1,75 105 2,60	1,80 105 2,65	1,80 105 2,70	1,65 111 2,48	1,64 103 2,48	1,76 104 2,62
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, % ^(a) Etats-Unis Japon Allemagne	3,0 3,1 8,3	3,0 2,9 7,7	3,0 2,7 6,8	3,1 2,0 6,4	3,2 1,8 5,9	4,0 1,8 5,3	4,6 1,8 5,0	5,3 1,8 5,0	6,0 1,7 5,1	6,5 1,6 5,2	6,5 1,6 5,2	6,2 1,6 5,3	3,0 2,7 7,3	4,3 1,8 5,3	6,3 1,6 5,2
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % ^(a) Etats-Unis Japon Allemagne	7,1 4,4 6,7	6,9 4,6 6,6	6,3 4,4 6,2	6,1 3,7 5,6	6,6 3,9 5,8	7,8 4,0 6,5	7,7 4,8 6,9	8,0 4,6 7,1	8,0 4,7 7,3	7,8 4,8 7,4	7,5 4,9 7,5	7,5 5,0 7,5	6,8 4,3 6,3	7,5 4,4 6,6	7,7 4,8 7,4
Prix à la consommation ^(b) Etats-Unis Japon Allemagne de l'Ouest	3,5 1,8 5,2	2,6 1,1 4,1	1,3 3,6 2,9	3,5 -1,9 2,7	2,0 2,3 3,8	2,6 -0,8 2,8	3,5 -0,5 2,9	3,0 -0,5 2,6	3,5 0 2,6	3,5 0 2,0	4,0 0,4 1,6	4,0 0,4 1,6	2,9 1,2 4,2	2,5 0,4 3,1	3,4 -0,2 2,3

Chronique de conjoncture : un horizon conjoncturel déagé

	Trimestres												Années		
	1993				1994				1995				1993	1994	1995
	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)	- 5,2	- 4,5	- 2,3	- 2,1	8,1	7,7	7,9	7,9	6,1	5,5	5,0	4,5	-14,1	17,0	28,0
Importations de produits manufacturés en volume cvs (c)															
OCDE	- 1,2		1,9		4,4		4,8		4,4		4,0		0,1	7,9	9,0
PVD	5,4		1,7		6,3		4,9		5,1		5,1		7,1	9,9	10,4
Europe de l'Est	- 1,3		4,8		5,1		5,3		6,2		7,0		7,8	10,4	12,7
Total monde	0,1		1,9		4,7		4,8		4,6		4,3		1,7	8,3	9,3
Total monde dans l'optique France	- 1,8		0,6		3,9		4,2		4,3		4,2		-1,7	6,4	8,7
Solde des balances courantes, cvs, en milliards de \$															
Etats-Unis	- 46		- 58		- 69		- 75		- 71		- 67		-104	-144	-138
Japon	68		64		69		69		63		58		132	138	121
Allemagne	- 5		- 16		- 12		-3,4		- 3,0		- 3,4		- 21	-15,4	- 6,4

(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	1992		1993		1994		1995		1992	1993	1994	1995
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	3 349,5	1,6	1,9	1,4	1,8	1,8	2,0	1,6	0,7	2,8	3,3	3,7	2,9
Consommation publique	936,9	- 0,4	0,6	- 1,2	0,4	- 1,3	- 0,3	- 0,4	- 0,4	- 0,7	- 0,8	- 1,3	- 0,7
FBCF totale	722,9	3,3	4,4	5,5	6,6	6,4	4,1	2,8	0,6	5,5	11,3	12,0	5,2
dont : Logement	197,0	9,9	5,6	3,0	4,5	6,5	1,8	- 0,5	- 3,5	16,2	8,2	9,8	- 1,3
Hors logement	525,9	1,0	3,9	6,5	7,3	6,3	4,9	3,9	2,0	2,0	12,5	12,8	7,5
Exportations de biens et services	578,8	3,3	2,4	1,6	2,6	2,9	5,1	4,3	3,3	6,7	4,1	6,9	8,7
Importations de biens et services	611,2	3,9	4,4	5,4	5,5	6,1	5,6	3,6	1,8	8,7	10,7	11,9	7,3
Variations des stocks en milliards de dollars de 1987	2,4	- 1,1	5,9	18,7	11,9	39,7	40,0	45,0	35,0	2,4	15,3	39,9	40,0
PIB	4 979,3	1,1	1,9	1,3	1,7	2,1	1,8	1,6	0,5	2,3	3,1	3,9	2,7
Prix à la consommation		1,7	1,4	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7	1,9	2,9	2,9	2,5	3,4
Solde courant en % du PIB		- 0,8	- 1,4	- 1,5	- 1,8	- 2,1	- 2,2	- 2,0	- 1,9	- 1,1	- 1,6	- 2,1	- 1,9

(*) 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 1991)	Niveau en 1992 Unité : milliards de DM 1991	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent ^(*)											
		1992		1993		1994		1995		1992	1993	1994	1995
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	1 478,2	1,4	1,7	- 1,5	1,8	- 0,3	- 0,7	0,1	1,5	2,0	0,2	0,2	0,5
Consommation publique	485,3	2,8	0,6	- 1,9	0,9	- 0,9	- 0,2	0,2	0,8	4,0	- 1,2	- 0,6	0,5
FBCF totale	552,4	1,4	- 6,0	- 3,5	- 2,0	3,4	- 0,5	2,6	2,9	- 2,2	- 7,4	2,1	3,8
dont : Equipement	241,2	- 2,5	- 10,8	- 9,7	- 3,1	0,9	2,3	3,1	3,6	- 8,8	- 16,2	0,5	6,1
Bâtiment	311,2	4,9	- 2,2	1,0	- 1,2	4,4	- 1,6	2,3	2,4	3,6	- 0,7	2,9	2,6
Exportations de biens et services	917,2	2,3	- 1,4	- 3,5	1,8	4,4	6,0	4,2	4,0	4,2	- 3,3	8,4	9,4
Importations de biens et services	753,7	3,3	- 1,6	- 5,3	1,4	4,3	3,9	4,0	4,9	3,2	- 5,4	7,1	8,6
Variations des stocks et erreurs en milliards de DM 1991		8,8	1,2	- 2,1	- 0,8	3,1	8,0	10,0	13,0	10,0	- 2,9	11,1	23,0
PIB	2 689,4	1,8	- 0,8	- 1,8	1,1	0,9	0,9	1,1	1,8	1,4	- 1,7	1,9	2,5
Prix à la consommation		1,7	1,8	2,3	1,6	1,6	1,4	1,2	0,8	4,0	4,1	3,1	2,3
Solde courant en % du PIB ⁽¹⁾		- 1,4	- 1,0	- 0,6	- 1,8	- 1,3	- 0,5	- 0,3	- 0,4	- 1,2	- 1,2	- 1,2	- 0,6

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

Sources : Bundesbank, 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	1992		1993		1994		1995		1992	1993	1994	1995
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	240 983	0,8	0,1	0,8	0,5	1,4	1,4	1,8	2,2	1,7	1,1	2,4	3,6
Consommation publique	35 411	0,9	1,1	1,7	1,6	1,2	1,0	1,0	1,0	2,2	3,0	2,5	2,0
FBCF totale	138 432	0,3	- 1,7	- 0,2	- 0,6	- 1,2	2,1	2,0	2,2	- 0,8	- 1,3	- 0,5	4,2
dont : Logement	19 466	- 2,2	- 0,1	- 2,0	11,4	0,9	9,5	5,6	4,0	- 7,0	3,5	11,4	12,6
Privée productive	87 973	- 1,8	- 4,3	- 3,9	- 5,3	- 4,1	- 1,3	0,2	1,8	- 3,9	- 8,5	- 7,3	0,5
Publique	30 993	9,5	5,3	11,0	3,7	3,7	4,5	3,3	2,0	14,5	16,0	8,0	6,6
Exportations de biens et services	61 207	2,0	2,2	0,6	- 1,3	3,3	3,1	3,4	3,1	5,2	1,1	4,3	6,6
Importations de biens et services	56 901	- 1,0	- 0,1	2,2	1,9	5,5	4,9	4,8	5,1	- 0,4	3,1	9,1	10,1
Variation des stocks en milliards de yens de 1985	1 662	2 476	848	1 369	845	1 431	2 300	2 550	2 750	1 662	1 107	1 865	2 425
PIB	420 793	0,6	- 0,5	0,4	- 0,4	0,4	1,5	1,6	1,8	1,2	0	1,0	3,3
Prix à la consommation		1,0	0,4	0,7	0,8	0,2	- 0,2	0	0,1	1,7	1,2	0,4	- 0,2
Solde courant en % du PIB		3,2	3,3	3,3	2,9	3,1	2,9	2,7	2,5	3,2	3,1	3,0	2,6

(*) 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 1990)	Niveau en 1992	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : millions de livres de 1990	1992		1993		1994		1995		1992	1993	1994	1995
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	339 946	-0,3	1,2	1,0	1,9	1,2	1,1	1,1	0,9	0	2,6	2,7	2,1
Consommation publique	115 842	0,5	-1,6	1,0	0,8	0,8	0,8	0,4	0,4	0	0,6	1,6	1,0
FBCF totale	96 280	-0,2	-0,1	-0,3	1,4	3,6	2,2	3,7	4,1	-1,2	0,3	5,5	6,9
dont : Logement	18 280	0,3	3,9	1,0	4,5	4,5	2,0	2,6	2,3	2,0	5,2	7,8	4,8
Hors logement	78 000	-0,3	-1,0	-0,6	0,6	3,4	2,3	3,9	4,3	-1,9	-0,8	4,9	7,4
Exportations de biens et services	136 313	1,5	0,8	1,6	2,0	5,5	2,9	3,4	3,1	3,1	3,0	8,1	6,5
Importations de biens et services	149 131	4,4	2,2	0,2	3,1	2,5	1,7	3,6	4,0	6,2	2,9	4,9	6,6
Variations des stocks en millions de livres de 1990	-1 697	-1 531	-166	-110	-75	-1 390	400	600	800	-1 687	-185	-990	1 400
PIB optique dépense	537 553	-0,6	0,5	1,1	1,3	1,8	2,2	1,4	1,1	-0,5	2,1	3,6	3,1
Prix à la consommation		2,1	1,2	0,3	1,2	1,2	1,3	1,7	2,3	3,8	1,6	2,5	3,5
Solde courant en % du PIB		-1,8	-1,6	-2,1	-1,2	-0,6	-0,7	-1,0	-1,5	-1,7	-1,7	-0,6	-1,3

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

Sources : CSO, prévisions OFCE.

VI. Résumé des prévisions pour l'économie française

	1993	1994	1995
<i>En % de variation aux prix de 1980 :</i>			
PIB	- 1,0	2,2	3,5
Importations	- 3,7	7,2	8,0
Consommation des ménages	0,7	2,0	3,0
Investissement total	- 5,1	1,0	5,4
dont :			
• entreprises	- 8,5	0,7	8,9
• ménages	- 3,7	0,8	1,9
• autres	2,1	1,9	1,2
Exportations	- 0,5	6,0	7,7
Contribution des stocks à la croissance en %	- 1,3	0,9	0,6
Demande intérieure totale	- 1,8	2,6	3,7
<i>Compte des ménages en termes réels %</i>			
Salaires bruts	- 0,5	0,5	1,9
Salaires nets	- 0,9	0,1	1,7
Prestations sociales	4,4	2,5	2,6
Excédent d'exploitation	0,9	2,0	2,0
Prélèvements sociaux et fiscaux	1,2	1,2	2,4
Revenu disponible	1,0	0,9	1,4
Taux d'épargne	14,1	13,2	11,9
<i>Prix à la consommation en glissement %</i>			
	2,1	2,0	2,2
<i>en moyenne %</i>			
	2,1	1,7	2,0
<i>Compte des sociétés, en %</i>			
Taux de marge	31,3	31,8	32,6
Taux d'épargne	16,8	18,2	19,3
Taux d'investissement	16,0	15,9	16,7
Taux d'autofinancement	105,1	114,7	116,0
<i>En milliards de francs</i>			
Solde commercial (FAB/FAB)	89,6	80,0	80,0
dont :			
• industrie (FAB/CAF)	53,8	51,0	55,0
• énergie (FAB/CAF)	- 68,9	- 63,0	- 71,0
• agro-alimentaire (FAB/CAF)	56,8	43,0	41,0
Balance des paiements courants	59,5	60,0	50,0
• en % du PIB	0,8	0,8	0,6
<i>Emploi salarié⁽¹⁾, en glissement annuel %</i>			
dont :			
• industrie	- 4,3	- 0,4	1,1
• bâtiment	- 4,6	- 1,8	1,2
• tertiaire	0,2	1,7	2,0
Emploi total, en glissement annuel %	- 1,4	0,3	1,2
Chômage en fin d'année (en millions)	3,302	3,350	3,300
<i>Taux de change DM/F</i>			
	3,42	3,42	3,41
<i>Taux de change \$/F</i>			
	5,66	5,60	6,00
<i>Taux d'intérêt à court terme % ⁽²⁾</i>			
	8,6	5,8	5,6
<i>Taux d'intérêt à long terme % ⁽³⁾</i>			
	6,9	7,0	8,3

(1) Secteurs marchands non agricoles

(2) Marché monétaire à 3 mois (PIBOR)

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

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

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

	Milliards de francs de 1980	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
		1993				1994				1995				1993	1994	1995
		1993	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3			
Produit intérieur brut	3 581,1	- 1,1	0,2	0,3	0	0,7	1,0	0,7	1,0	0,9	0,8	0,7	1,0	- 1,0	2,2	3,5
Importations	963,9	- 2,3	- 1,5	1,1	0,1	3,2	2,8	2,0	2,0	1,8	1,8	2,0	2,0	- 3,7	7,2	8,0
Consommation des ménages	2 192,8	- 0,7	0,5	0,7	- 0,1	0	1,0	1,1	1,0	0,6	0,5	0,5	0,7	0,7	2,0	3,0
Consommation des administrations	687,9	- 0,2	- 0,1	0,4	0,2	0,5	0,6	0	0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,2	1,4
FBCF totale	741,6	- 3,3	- 1,5	0,9	- 0,5	- 0,3	1,0	1,0	1,4	1,2	1,3	1,7	1,8	- 5,1	1,0	5,4
dont :																
• sociétés	383,6	- 4,6	- 2,5	0,4	- 1,3	0,1	0,9	1,5	2,5	2,0	2,0	3,0	3,0	- 8,5	0,7	8,9
• ménages	193,9	- 4,0	- 1,1	2,2	0,7	- 1,9	1,1	1,0	0,5	0	0,5	0,5	0,5	- 3,7	0,8	1,9
• autres (1)	164,2	1,0	0,6	0,4	0,1	0,9	0,8	- 0,1	- 0,2	0,5	0,7	0,2	0,2	2,1	1,9	1,2
Exportations	962,8	- 2,5	1,0	3,4	0,9	0,4	2,6	1,0	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	- 0,5	6,0	7,7
Variation des stocks en milliards(2)	40,2	- 2,6	- 6,5	-15,2	-15,8	- 3,5	- 2,8	- 1,5	0	2,0	3,0	3,0	4,0	-40,2	- 7,8	12,0
Demande intérieure totale (y compris stocks)	3 582,2	- 1,0	- 0,5	- 0,3	- 0,2	1,4	1,0	1,0	1,1	0,9	0,8	0,7	1,0	- 1,8	2,6	3,7

<

Prévision

>

(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 : - 1,3 % en 1993 ; + 0,9 % en 1994 ; + 0,6 % en 1995

Cette prévision est calée sur les comptes trimestriels de l'INSEE (première estimation des comptes du deuxième trimestre 1994).

VIII. Prix de détail et taux de salaire horaire

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1993				1994				1995				1993	1994	1995
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Glissement des prix	1,2	0	0,5	0,2	1,0	0,1	0	0,7	0,6	0,5	0,7	0,4	2,1	2,0	2,2
Moyenne des prix	0,8	0,6	0,2	0,5	0,7	0,3	0,1	0,3	0,6	0,5	0,6	0,6	2,1	1,7	2,0
Glissement du taux de salaire horaire	0,5	0,9	0,7	0,4	0,7	0,6	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	2,4	2,3	2,6

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		
	1993				1994				1995				1993	1994	1995
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Effectifs	-1,4	-1,5	-1,4	-1,1	-0,8	-0,3	-0,1	0	0,1	0,1	0,2	0,3	-5,0	-2,9	0,2
Production	-2,5	0	-0,4	-1,4	2,7	3,0	0,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	-5,1	4,3	5,6
Productivité	-1,1	1,5	1,0	-0,3	3,5	3,3	0,6	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	-0,1	7,2	5,4

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

< prévision >

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

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1993				1994				1995				1993	1994	1995
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Industrie	- 1,2	- 1,3	- 1,0	- 0,8	- 0,5	0	0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,4	- 4,3	- 0,4	1,1
Bâtiment	- 1,1	- 1,7	- 1,0	- 0,9	- 0,9	- 0,5	- 0,3	- 0,1	0,1	0,3	0,3	0,5	- 4,6	- 1,8	1,2
Tertiaire ⁽²⁾	- 0,2	0	0,2	0,1	0,3	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,2	1,7	2,0
Ensemble des secteurs marchands non agricoles	- 0,6	- 0,5	- 0,3	- 0,2	0	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	- 1,6	0,8	1,7

(1) Secteurs marchands non agricoles

(2) Statistique trimestrielle de l'UNEDIC pour les deux premiers trimestres 1994

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

XI. Eléments du compte des ménages

En %

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1993				1994				1995				1993	1994	1995
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Salaires bruts (1)	- 0,5	- 0,4	0,2	- 0,2	0	0,3	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,8	- 0,5	0,5	1,9
Salaires nets (1)	- 0,6	- 0,6	0,1	- 0,2	- 0,3	0,3	0,6	0,4	0,5	0,4	0,3	0,8	- 0,9	0,1	1,7
Prestations sociales (1)	0,5	1,4	1,4	- 1,1	0,3	1,2	1,7	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5	4,4	2,5	2,6
Revenu disponible réel (1)	- 0,8	0,4	0,3	- 0,7	0,4	0,6	0,5	0,2	0,5	0,5	- 0,1	0,5	1,0	0,9	1,4
Taux d'épargne	14,5	14,5	13,9	13,5	13,9	13,5	13,0	12,4	12,3	12,2	11,7	11,5	14,1	13,2	11,9

< prévision >

(1) Pouvoir d'achat en pour-cent

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

XII. Taux d'intérêt

En %

	1993				1994				1995				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1993	1994	1995
A court terme (1)	11,8	8,0	7,8	6,7	6,3	5,7	5,5	5,5	5,6	5,7	5,6	5,6	8,6	5,8	5,6
A long terme (2)	7,7	7,2	6,6	6,1	6,2	7,2	7,8	8,1	8,3	8,4	8,3	8,2	6,9	7,0	8,3

< 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

	1993				1994				1995				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1993	1994	1995
Dollar-franc	5,54	5,46	5,81	5,84	5,85	5,68	5,35	5,47	5,70	6,00	6,12	6,12	5,66	5,60	6,00
Mark-franc	3,39	3,37	3,46	3,47	3,40	3,42	3,43	3,42	3,42	3,42	3,40	3,40	3,42	3,42	3,41

< prévision >

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.