

Chronique de conjoncture

Bilan des turbulences *

Les économies occidentales sont en reprise depuis un an, mais il reste difficile d'envisager prochainement des créations d'emplois et de capacités de production. Les situations nationales portent les traces très diverses des vagues d'endettement et de désendettement qu'ont suscitées les déréglementations et les politiques monétaires.

Les pays d'Europe continentale ont, à l'exception de l'Allemagne, réussi à stabiliser les comptes des entreprises, mais la persistance de taux d'intérêt réels élevés reste un obstacle à l'investissement.

Les gestions monétaire et budgétaire ont été très perturbées par les embardées de la demande privée. Elles devraient se clarifier à présent que les turbulences s'éloignent. En Europe la baisse des taux d'intérêt sera le seul moyen d'atténuer la rigueur budgétaire.

Aux Etats-Unis la vigueur de l'activité suffira à attiser l'inflation, mais la sensibilité accrue aux taux d'intérêt et les coupes budgétaires freineront la demande en 1995. Le Japon s'efforce encore de ralentir la progression de ses capacités de production : le soutien public est indispensable en 1994 pour permettre le retour à une croissance lente. Au Royaume-Uni l'activité est désormais surtout tributaire de la demande interne, mais la couverture des besoins de l'Etat va limiter les moyens financiers du secteur privé, qui se ressentira du manque d'équipements. L'Allemagne a bien entamé la désinflation, ce qui autorise la poursuite de la baisse des taux à court terme, mais la situation des entreprises reste insuffisamment rétablie pour relancer l'investissement.

Les tensions récentes sur les taux à long terme révèlent la dépendance européenne vis-à-vis des marchés de capitaux. L'épargne est à présent plus sollicitée aux Etats-Unis, mais aussi par les marchés émergents dont la progression est spectaculaire. Le dynamisme asiatique a soutenu le commerce mondial en 1993,

(*) Cette chronique a été élaborée au département des diagnostics de l'OFCE dont le directeur est Philippe Sigogne. La partie environnement international a été établie 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, Jean-Marc Daniel et Hervé Péléraux.

année conflictuelle pour le partage des marchés. Le développement des échanges sera plus rapide (6 % à 7 % l'an) et plus équilibré en 1994 et 1995.

En France, le redressement s'observe essentiellement dans les enquêtes d'opinion ; les évolutions quantitatives traduisent encore peu ces anticipations. En l'absence de regain significatif de la demande finale, les stocks constituent la variable majeure de l'ajustement en cours. La politique économique tente de concilier plusieurs objectifs : la défense du franc, la baisse des taux d'intérêt, le soutien de l'activité économique, la limitation du déficit public, la baisse des prélèvements obligatoires. Ces objectifs étant parfois contradictoires, cela a conduit le gouvernement à faire preuve d'un assez grand pragmatisme.

En 1994, le PIB progresserait de 1,1 %. La demande intérieure hors stocks s'élèverait un peu après avoir reculé en 1993. Faible progression de la consommation des ménages, reprise de l'investissement en logements et progression soutenue de l'investissement public contribueraient à amorcer la croissance ; mais les dépenses d'équipement des entreprises seraient à peine stabilisées, après leur fort repli de 1993. En 1995, celles-ci s'accéléraient et l'arrêt du déstockage favoriserait significativement la croissance. Celle-ci pourrait alors dépasser 2,5 %, les demandes interne et externe s'intensifiant. Chacune des deux années, la progression des exportations excéderait celle des importations. Ainsi, la croissance française serait d'abord portée par son environnement international, investissement et consommation intérieurs restant contraints par des logiques de désendettement. Elle ne se fera donc pas au détriment des soldes extérieurs. Elle ne se fera pas non plus au détriment de l'inflation qui décélérerait à nouveau. En revanche, le chômage continuerait de s'élever cette année et plafonnerait l'an prochain.

Endettement soutenable et concurrence internationale

Les économies occidentales sont engagées depuis un an déjà dans une phase de reprise et, cependant, rares sont les pays où l'avenir est envisagé avec optimisme. Le doute subsiste presque partout quant à la vigueur de la croissance des prochains semestres. Celle-ci reste jugée généralement insuffisante pour créer de nouveaux emplois, et a fortiori pour commencer à résorber le chômage. Il paraît ainsi bien difficile de pronostiquer l'entrée prochaine des pays de l'OCDE, pris dans leur ensemble, dans cette phase de l'expansion, dite auto-entretenu, où l'embauche stimule la consommation tandis que l'extension des capacités de production gonfle l'investissement.

Cependant cette médiocrité globale n'est pas uniformément répartie et les situations nationales continuent d'apparaître extrêmement diverses. A présent les Etats-Unis ont atteint le stade où l'on craint une éventuelle poussée d'inflation issue d'une sollicitation excessive de l'appareil de production. Le Royaume-Uni va entrer dans sa troisième année de redressement d'activité et utilise déjà davantage son capital et sa main-d'œuvre. Les pays scandinaves connaissent un rebond significatif depuis près d'un an, grandement facilité par la dépréciation de leurs monnaies. En revanche les signes de décollage sont beaucoup plus ténus pour les pays d'Europe continentale et particulièrement ambigus dans le cas du Japon. Ainsi s'étagent tous les cas de figure, de la quasi-surchauffe à la récession.

L'Europe a eu dix ans de retard sur l'Amérique pour déréglementer

Au moment d'envisager l'avenir, cette diversité incite à faire l'hypothèse que ce qui s'est déroulé dans les pays précurseurs, et spécialement aux Etats-Unis, est susceptible de se reproduire ailleurs. Les unes après les autres, les économies occidentales ne doivent-elles pas répliquer un même parcours initiatique, où l'apprentissage des comportements dans un environnement moins réglementé implique de ne retrouver un rythme de croissance raisonnablement prévisible qu'après avoir été livré involontairement à de violentes embardées ? ⁽¹⁾

Les années récentes nous ont montré en effet à quel point les anticipations de croissance avaient pu brusquement se modifier, aux Etats-Unis de 1988 à 1990, au Japon et en Europe de 1990 à 1992. Ces renversements successifs auront permis et permettront sans doute, avec le recul, de se rendre compte que ni les taux d'expansion attendus en haut de cycle, ni les rythmes très médiocres des convalescences récentes ou en cours ne sont représentatifs des tendances fondamentales des économies développées. Ces embardées, pour désagréables qu'elles soient sur le moment, auront eu au moins le mérite de tester les frontières des évolutions possibles en attendant que se mettent en place les nouvelles formes de régulation de l'activité.

Dès lors que l'on incline à attribuer au courant de déréglementations de toutes sortes, monétaires, financières, d'organisations des marchés de biens et du travail, l'origine des perturbations économiques qui ont gagné l'ensemble du monde développé au cours des années quatre-vingt, le calendrier de ces déréglementations et les délais de leur diffusion internationale peuvent nous aider à mieux resituer les unes par rapport aux autres les grandes fluctuations d'activité et la nature de leur transmission internationale.

(1) « L'économie s'oriente bien, mais est-elle pilotée ? », *Lettre de l'OFCE*, n° 66, juin 1989.

En fait, les déréglementations ont pris leur essor aux Etats-Unis dès la présidence Carter, c'est-à-dire durant la deuxième moitié des années soixante-dix ; l'Europe et le Japon n'ont emboîté le pas qu'en moyenne une dizaine d'années plus tard, ce qui est le délai usuel de diffusion de nombreux phénomènes politiques, culturels ou socio-économiques. Le Royaume-Uni et les pays scandinaves ont été les plus prompts à réagir, et l'Allemagne la plus tardive. Ce décalage décennal laisse supposer que les flambées spéculatives observées en Europe hors Allemagne, et au Japon, culminant de 1988 à 1990, et débouchant sur de sévères contractions d'activité, ont plus de rapport dans leur brutalité avec la période américaine 1977-1982 qu'avec celle de 1985-1990.

Incidemment la recherche économique s'est trouvée interpellée avec les mêmes décalages : la récession de 1982 avait rudement remis en cause les approches théoriques américaines des années soixante-dix visant à réhabiliter la notion d'équilibre permanent des systèmes économiques ; celle de 1992 en Europe aura de même ébranlé les derniers disciples de ces thèses.

Les indicateurs avancés ont été perturbés par les changements de structures...

Pour les conjoncturistes, le défi apporté par de semblables bouleversements n'est pas négligeable, comme en témoignent les erreurs de prévisions des dernières années : insuffisante prise en compte de la vigueur des années 1988 à 1990 en Europe continentale, puis application d'un schéma traditionnel de fin de cycle conduisant à annoncer prématurément la reprise au printemps 1992. Episodes malheureux auxquels les prévisionnistes américains avaient été confrontés, dix ans plus tôt, en sous-estimant la vigueur de 1979-1980 et en attendant le rebond dès le début de 1982. Il y a dans ces circonstances lieu de s'interroger sur la pertinence des signaux précurseurs habituellement observés par les conjoncturistes, et, plus spécialement, des indicateurs avancés disponibles pour la plupart des pays développés.

Les indices composites élaborés par l'OCDE sont construits de manière à préfigurer en variation et en niveau les indices de production industrielle. Ce redressement, annonciateur de la fin de la récession, précède celle-ci en moyenne de deux trimestres, mais il faut attendre que leur taux de croissance connaisse une nette inflexion à la hausse pour pouvoir escompter une véritable reprise. Cette fois-ci il aura fallu patienter en moyenne cinq trimestres pour atteindre ce stade. Le délai aura été sensiblement plus long (de 7 à 8 trimestres) pour les pays ayant manifesté les signes les plus précoces de retournement (Etats-Unis, Royaume-Uni et Finlande), mais ne devrait guère dépasser un an pour la plupart des pays de l'Union Européenne. Les pays ayant laissé leur monnaie se déprécier fortement ont, à part semble-t-il l'Espagne, bénéficié d'un raccourcissement de ce délai et se redressent à présent (Suède, Italie) ;

ceux qui restent proches de la RFA, commercialement et monétairement, ont bien franchi l'étape de fin de récession mais ne sont entrés au mieux qu'au tournant de l'année dans la phase de reprise (Danemark, Pays-Bas, Belgique et France).

1. Indicateurs avancés et reprise industrielle

	Dates de retournement à la hausse de		Reprise significative constatée en ou annoncée pour :
	l'indicateur composite	la production	
Etats-Unis	décembre 90	mars 91	août 92
Royaume-Uni	déc. 90 – janvier 91	mai 92	novembre 92
Finlande	mai 91	octobre 91	avril 93
OCDE	juillet 92	avril 93	fin 93 – début 94 ?
Suède	sept. – octobre 92	janvier 93	mai 93
Italie	sept. – octobre 92	avril 93	4ème trimestre 93
CE	novembre 92	avril 93	fin 93 – début 94
Belgique	novembre 92	mai 93	1er trimestre 94 ?
Pays-Bas	décembre 92	juin – juillet 93	1er trimestre 94 ?
Japon	déc. 92 – janvier 93	pas encore	pas encore
RFA	déc. 92 – janvier 93	pas encore	pas encore
Espagne	janvier 93	avril 93	1er trimestre 94 ?
Danemark	mars 93	avril 93	1er trimestre 94 ?
France	mars 93	janvier 94 ?	janvier 94 ?

Source : OCDE, Principaux indicateurs économiques.

... ce qui incite à analyser l'état très inégal des redressements financiers...

La distinction faite entre les deux périodes successives de redressement des indicateurs avancés, périodes particulièrement marquées au cours de ce cycle, recoupe celle faite entre les indicateurs de l'assainissement conjoncturel et ceux plus immédiats de l'engagement des dépenses (encadré 1). Les premiers visent pour l'essentiel à signaler que le redressement financier des entreprises s'est engagé, mais ne disent pas combien de temps sera nécessaire pour réaliser cet assainissement. Celui-ci dépend en effet du degré d'enfoncement antérieur (écart de l'indicateur à sa tendance de moyen terme) et du rythme de récupération, lequel rythme découle à la fois de la capacité du secteur privé à dégager des gains de productivité et des rôles plus ou moins expansifs du secteur public et de l'étranger. De ce point de vue, les cours des actions et les faillites d'entreprises permettent de se faire une opinion à la fois sur l'orientation et sur la réalité du rétablissement des comptes des entreprises.

1. Phase du cycle et pertinence des indicateurs

La notion de pertinence peut être étudiée à deux niveaux, l'un plutôt structurel, l'autre plus conjoncturel.

Structurellement, une économie nationale peut voir son fonctionnement altéré. La séquence habituelle des enchaînements conjoncturels peut s'en trouver affectée, et le système des indicateurs avancés, jusque là adapté à cette séquence, peut en conséquence défaillir : il mise sur des enchaînements qui ne se reproduisent plus à l'identique. On ne pourra remédier à ce défaut que longtemps après, lorsque de nouvelles régularités auront pu être empiriquement décelées. La période la plus incertaine aura été néanmoins la phase de changement institutionnel où cohabitent les deux règles, ancienne et nouvelle.

Conjoncturellement, un indicateur donné n'a pas la même pertinence selon la phase du cycle. Il est particulièrement utile en une phase donnée lorsqu'il informe sur les tensions et les enchaînements propres à cette phase. La nature des problèmes et l'ensemble des indicateurs adaptés changent avec le déroulement du cycle conjoncturel ⁽¹⁾. Ainsi, au voisinage du creux du cycle, particulièrement lorsqu'on n'est pas sûr de l'avoir dépassé (cas européen et japonais aujourd'hui), comptent particulièrement les indicateurs témoignant, d'une part, du rétablissement de la capacité et de la velléité de dépenses des agents (indicateurs de solvabilité, de trésorerie, de stocks...) et, d'autre part, de l'engagement anticipé ou effectif d'un comportement de dépenses plus actif (commandes, délais de livraison,...). Les premiers confirmeront l'assainissement conjoncturel ; les seconds témoigneront du redressement des marchés. Lorsque le message que les uns et les autres émettent est contradictoire, il est difficile de certifier fermement la sortie de la zone d'ombre qui entoure le creux conjoncturel ; lorsqu'ils coïncident dans l'optimisme, la reprise peut être considérée comme acquise.

Lorsque la reprise est engagée depuis plusieurs trimestres et que l'économie peut être considérée en expansion, les indicateurs pertinents deviennent ceux qui permettent d'apprécier le mouvement cumulatif de l'offre et de la demande sur les différents marchés, son amplification éventuelle par les anticipations et les tensions qui peuvent commencer à en découler. L'économie américaine est aujourd'hui dans ce cas de figure. Sur un plan statistique, l'indicateur utile n'est alors pas tant celui d'une avance stable aux points de retournement que celui dont le profil cyclique est conforme au cycle de référence.

En appliquant ces règles on peut ainsi procéder en deux étapes : d'abord observer le comportement de l'indice composite des indicateurs avancés, et plus particulièrement ses inflexions les plus significatives, pour déceler la phase conjoncturelle dans laquelle l'économie a le plus de chance de se trouver, ensuite analyser plus en détail les indicateurs les plus pertinents associés à cette phase pour confirmer le diagnostic.

(1) Pour une connaissance détaillée des indicateurs retenus pour chaque pays, voir *Indicateurs avancés de l'OCDE et cycles des affaires dans les pays membres, 1960-1985*, OCDE, Sources et méthodes n° 39, janvier 1987.

La Bourse s'est redressée aux Etats-Unis dès le début de 1991, l'optimisme retrouvé à la fin de la Guerre du Golfe ne s'étant pas démenti depuis lors. Cependant il a fallu attendre le premier trimestre 1992 pour que le nombre de faillites commence à régresser, signalant à la fois une meilleure maîtrise des capacités de production et l'assouplissement des conditions monétaires. C'est en août 1992 que les dernières craintes de double récession ont été définitivement dissipées.

Au Royaume-Uni, le cours des actions s'était aussi orienté à la hausse dès le début de 1991 mais l'amélioration, qui s'accroissait au printemps 1992, fut alors mise en péril par la perspective d'une nouvelle tension monétaire ; la tendance n'est retrouvée que fin 1992 après la sortie du SME. Le retour à l'équilibre financier des sociétés industrielles et commerciales britanniques n'est intervenu qu'au quatrième trimestre 1992, soit deux trimestres après la date officielle de sortie de récession. Ce n'est qu'alors que les conditions de reprise paraissent effectivement réunies ; taux d'intérêt à court terme cessant d'être punitifs vers 7 % puis 6 %, capacités de production moins sous-employées. La reprise devient alors plus significative, mais la question de l'apurement du stock de dettes accumulées de 1988 à 1990 demeure un obstacle à l'investissement, et la croissance reste médiocre.

Au Japon, la Bourse et les défaillances d'entreprises ont connu des évolutions assez semblables, ces dernières années, la première anticipant légèrement les secondes. Les deux indicateurs concordent pour situer le retournement de tendance financier au dernier trimestre de 1992. Le sursaut de 1993 a eu un aspect temporaire dans les deux cas ; la reprise récente de la Bourse, à partir d'un niveau moins déprimé qu'en 1992, laisse entrevoir la possibilité d'un enrayement de la détérioration des comptes des entreprises... pour peu que le soutien public tienne ses promesses. Cette condition s'avère essentielle pour que se réalisent les prévisions actuelles de légère hausse des profits pour l'année fiscale 1994. On voit bien là l'une des difficultés qu'il y a à s'appuyer uniquement sur des indicateurs construits pour refléter les réactions moyennes de l'économie privée, spécialement lorsque l'Etat et l'extérieur se comportent inhabituellement. Au sein de l'indice composite retenu par l'OCDE, un premier groupe, constitué d'indicateurs souvent avancés d'au moins six mois, met l'accent sur les ressources financières mobilisables pour la croissance nippone (termes de l'échange, prêts pour investissements, cours des actions, taux d'intérêt à court terme, masse monétaire...) ; un second, dont l'avance est plus courte (de l'ordre du trimestre), est constitué d'indicateurs d'activité (stocks, perspectives d'activité, excès des importations sur les exportations...). Or, la lecture habituelle du premier groupe conduit aujourd'hui à un contresens : les termes de l'échange s'améliorent de manière continue depuis fin 1990, mais ce mouvement, désormais lié de manière prédominante à la hausse du yen, pêche par excès. Il handicape la croissance japonaise plutôt qu'il ne la favorise, en altérant la compétitivité. A l'autre bout de la chaîne des indicateurs avancés, la croissance retrouvée des importations depuis le début 1993, alors que les exportations stagnent, témoigne de cette mise en cause de la compétitivité japonaise et ne peut être interprétée comme un signe de la bonne tenue de l'activité. Les errements des indicateurs

financiers, dans un contexte de relâchement monétaire, traduisent à la fois l'effort de restructuration des bilans et la difficulté à le mener à bien, compte tenu notamment de l'excès de valorisation du yen. Un tel processus de restructuration rend particulièrement difficile la lisibilité de ces indicateurs financiers : la baisse des taux courts alimente cette restructuration, en motivant des substitutions entre actifs, mais le terme du processus dépend du retour à une structure des prix des différents actifs physiques et financiers qui soit plus incitative à la dépense et à l'investissement. On n'en est visiblement pas encore là.

En Allemagne, l'indicateur composite s'est bien redressé depuis le début de 1993 mais, comme au Japon, son amélioration s'est quasiment interrompue par la suite, essentiellement depuis l'été. Les indicateurs les plus avancés (taux à long terme inversé ⁽²⁾, cours de bourse, coût salarial unitaire inversé ⁽²⁾, masse monétaire M1) sont effectivement engagés dans une phase de redressement. Cependant la production n'a pas encore réagi en hausse, ce qui, là aussi, incite à se demander si les séquelles de la surchauffe antérieure ne sont pas plus longues à résorber qu'en d'autres occasions. Ainsi il y a bien reprise de la Bourse, mais à partir d'un niveau plus déprimé qu'ailleurs, les taux à long terme baissent mais les taux à court terme n'ont pas achevé leur recul, le coût salarial unitaire se réduit mais la distorsion du partage salaires-profits est loin d'avoir disparu, surtout si la politique budgétaire devient plus restrictive, enfin la croissance de la masse monétaire est aussi alimentée par les forts besoins de liquidités de la partie Est en reconstruction. Les faillites d'entreprises ont encore fortement augmenté jusqu'en décembre, confirmant le caractère incomplet de l'assainissement : d'une part les firmes allemandes n'ont pas encore réussi, à l'inverse des anglo-saxonnes, à abaisser suffisamment leur point mort, d'autre part le niveau des taux à court terme reste trop élevé, probablement d'un point, pour permettre la reprise de la demande.

Ce rapide examen des conditions financières dans lesquelles les entreprises des principaux partenaires de la France opèrent aujourd'hui, nous amène à la fois à confirmer le décalage existant entre les Etats-Unis et les autres pays et à en préciser la nature. S'il est vrai que les dérapages japonais et européens des dernières années quatre-vingt ont eu des causes s'apparentant aux causes américaines des dernières années soixante-dix, il faut aussi noter que les politiques économiques n'ont pas été répliquées à l'identique avec dix ans de décalage, le contexte inflationniste ayant radicalement changé entre-temps. Ainsi la dérive de l'endettement des entreprises et des ménages américains a-t-elle été tout d'abord masquée par l'érosion monétaire jusqu'en 1982 ; en conséquence l'impulsion budgétaire a pu encore trouver un relais dans la demande privée jusqu'à ce que le jeu des taux d'intérêt réels,

(2) Certains indicateurs cycliques, pour avoir un cycle conforme au cycle de référence, doivent être inversés, c'est-à-dire affectés du signe négatif : les pics deviennent les creux et vice-versa. Ainsi les pics du taux des bons publics à long terme — soit les creux de la série inversée — précèdent-ils en moyenne les creux de la production industrielle allemande d'environ un an.

passés de 0 % à 5 %, distorde excessivement les bilans. L'effort de désendettement américain, et la restauration des comptes courants, ne sont donc apparus impératifs qu'à partir de 1987, soit près de dix ans après le début des déréglementations.

A l'opposé, au Japon et en Europe, l'adoption de politiques monétaires restrictives à la suite des Etats-Unis, a fait que les hausses de prix ont déjà été partiellement maîtrisées lorsque les capacités d'endettement sont libérées. Les taux d'intérêt réels, qui sont en moyenne de 5 %, « mordent » beaucoup plus vite sur le Royaume-Uni et les pays scandinaves, puis sur les européens continentaux. La montée très rapide de l'endettement fragilise l'Europe en 1990 et l'empêche de bénéficier pleinement de la demande née de l'unification allemande ⁽³⁾. La prolongation induite de ces politiques monétaires restrictives en période de récession a renforcé la nécessité du désendettement tout en compliquant la concrétisation.

... et des recours respectifs au capital et au travail

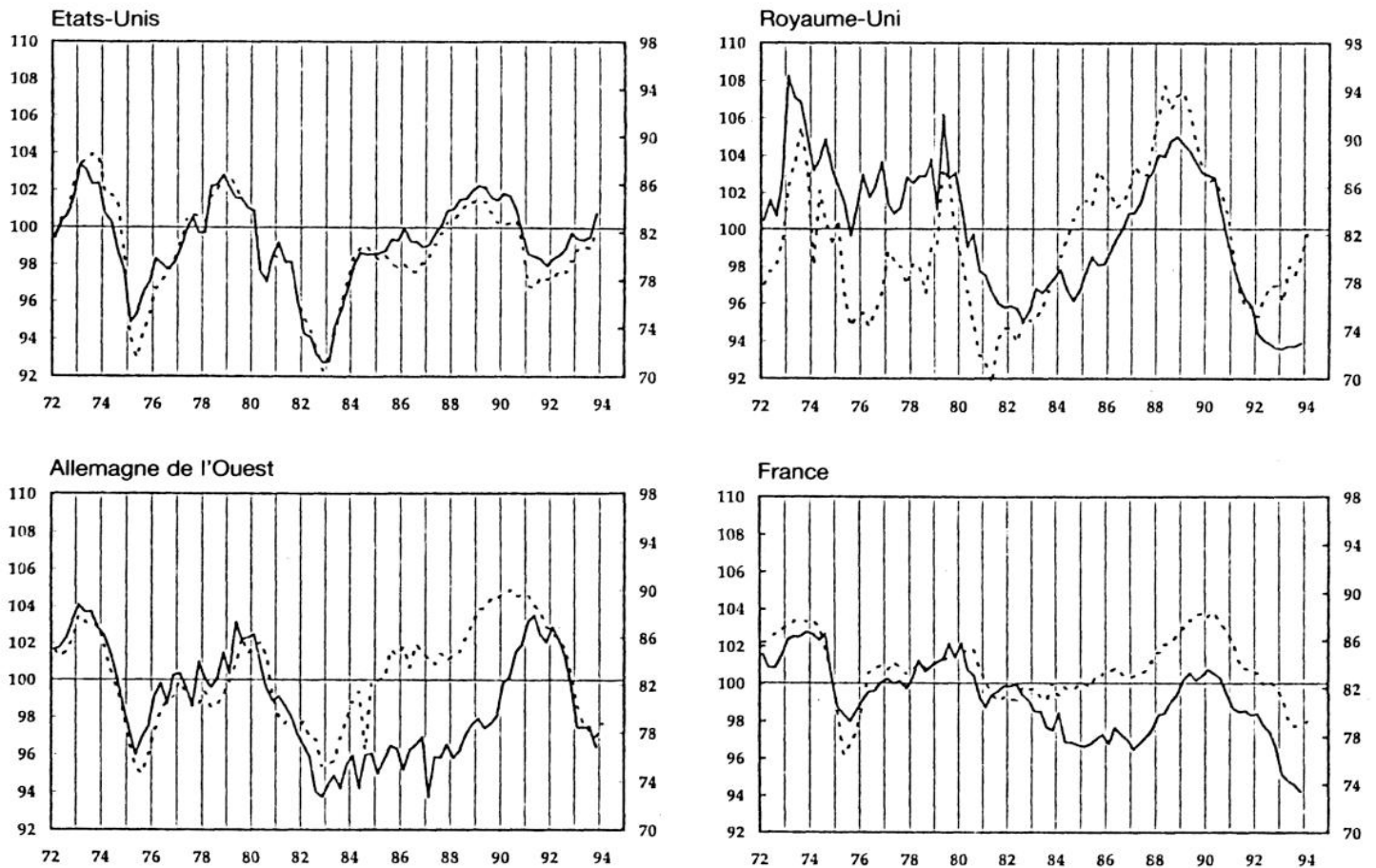
On ne peut dès lors s'étonner des longs délais observés entre le début de redressement des situations financières et leur arrivée à terme autorisant le redémarrage de l'investissement. Selon les indicateurs précédemment mentionnés, ce redémarrage ne semble intervenir que lorsque les taux d'intérêt à court terme sont redevenus suffisamment modérés et que les taux d'utilisation, ayant cessé de baisser, reviennent à un niveau gérable (apparemment à mi-chemin entre 75 % et 80 %). Dans un cycle économique usuel, la détente des conditions monétaires permet de réactiver une fraction de la demande correspondant aux besoins de renouvellement non satisfaits durant la récession, ce qui relève le taux d'utilisation des capacités de production et permet d'enclencher la reprise. Dans un contexte de politique monétaire demeurant restrictive ce sont les capacités elles-mêmes qui doivent s'ajuster en baisse pour « rattraper » la demande.

La vision de l'économie que se forge le conjoncturiste est avant tout fondée sur la notion d'écart à l'équilibre ou, plus précisément, au niveau d'activité soutenable sans apparition de tensions inflationnistes, appelé produit potentiel. Le rapport du PIB effectif au PIB potentiel peut être confronté aux degrés d'utilisation des facteurs de production que sont le travail et le capital. En pratique, ceci est fait à partir du taux de chômage et du taux d'utilisation des capacités de production manufacturières, seul disponible à court terme.

Les configurations nationales sont actuellement très diverses, non seulement en ce qui concerne l'écart au PIB potentiel, reflet des déphasages conjoncturels rappelés précédemment, mais encore par les degrés relatifs de recours aux équipements et à la main-d'œuvre.

(3) « L'Europe malade de ses dettes », *Lettre de l'OFCE*, n° 93, novembre 1991.

1. PIB/PIB potentiel et taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier



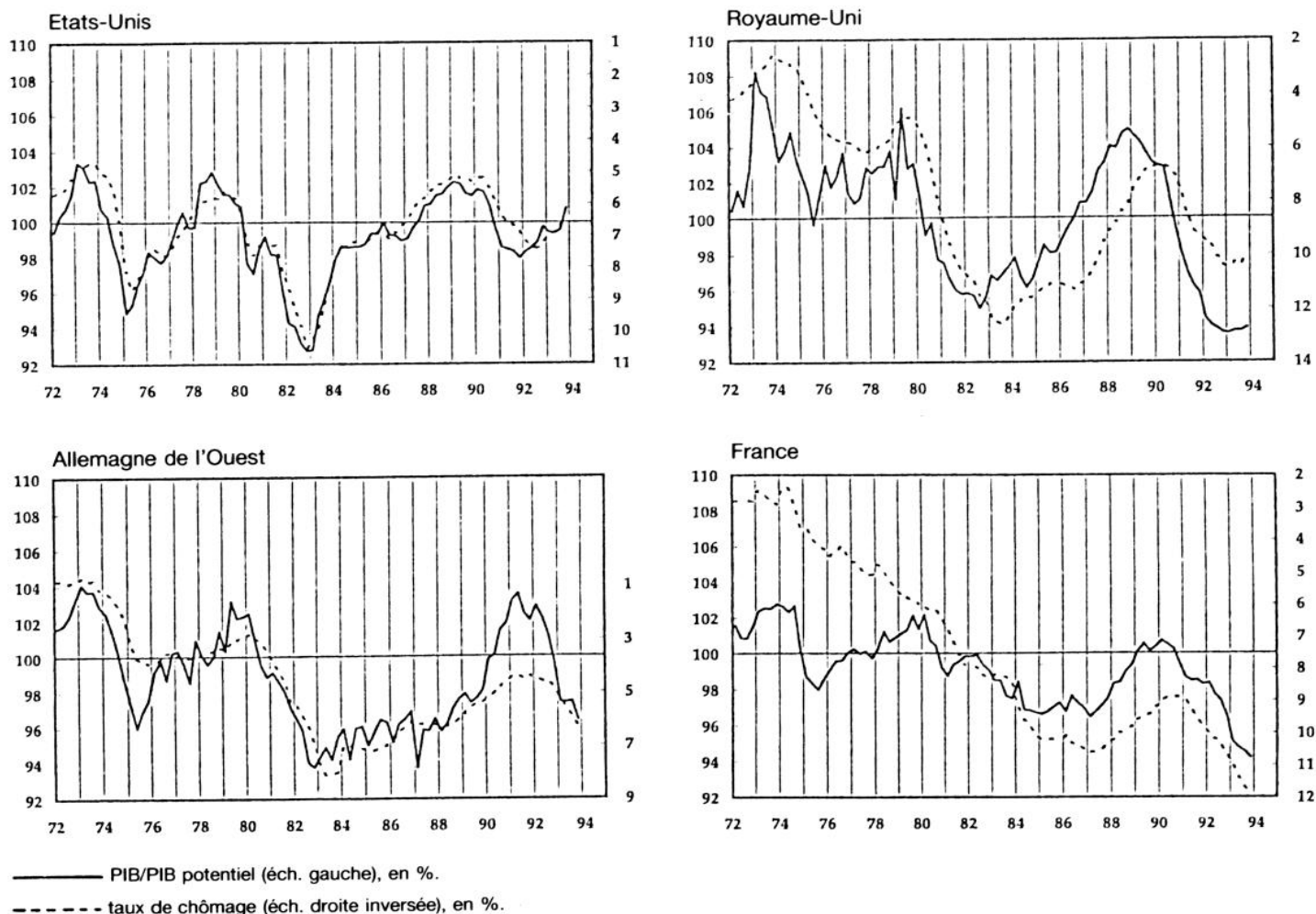
— PIB/PIB potentiel (éch. gauche), en %.
 - - - - - taux d'utilisation des capacités de production (éch. droite), en %.

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

Aux Etats-Unis, l'activité semble avoir dépassé son niveau potentiel, soit au cours du quatrième trimestre 1993, soit au plus tard au premier trimestre 1994. Le PIB potentiel américain est estimé devoir croître cette année d'environ 2,3 % et de près de 2,5 % en 1995 sous l'effet de l'accélération de l'investissement. Compte tenu de la forte différence entre ce taux de croissance et celui de l'activité réelle depuis septembre dernier, le franchissement du seuil de suremploi global ne semble faire guère de doute. Toutefois le diagnostic que l'on tire de l'état des composantes serait qu'il peut encore exister quelques marges de manœuvre : le taux d'utilisation des capacités manufacturières reste un peu en retrait du niveau reconnu préoccupant (vers 83-84 %) mais l'aura sans doute atteint, voire dépassé au printemps ⁽⁴⁾ ; le taux de chômage est apparemment, vers 6,5 %, plus proche du niveau d'équilibre, même si

(4) Pour l'ensemble de l'industrie le taux d'utilisation est plus élevé en raison de tensions fortes dans les services collectifs (distribution d'énergie notamment).

2. PIB/PIB potentiel et taux de chômage



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

certaines études américaines considèrent que son niveau naturel se situerait entre 5 % et 6 %. Le plus remarquable est sans doute, au delà de ces divergences mineures, l'étroite corrélation qui n'a cessé de se manifester depuis une vingtaine d'années entre ces différentes grandeurs. Tout au plus peut-on noter à partir de 1985 une tendance à recourir un peu plus au travail avec pour corollaire des capacités de production moins sollicitées.

Les principaux pays européens présentent des caractéristiques très distinctes des Etats-Unis. D'une part le degré de sous-emploi global des facteurs est très important : trois points de PIB pour la RFA et six points pour le Royaume-Uni et la France. D'autre part les taux d'utilisation des capacités et de chômage sont beaucoup moins bien liés aux fluctuations de l'activité. Du fait de l'inertie plus grande de l'emploi, les variations du taux de chômage sont plus amorties et retardées, le phénomène s'amplifiant quand on va du Royaume-Uni à la RFA, puis à la France. En contrepartie, les variations du taux d'utilisation sont plus accusées dans le cas

britannique, le plus cyclique. Surtout les deux composantes divergent dans les trois pays à partir de 1982-1983 : à degré d'emploi global donné les capacités disponibles sont beaucoup plus réduites, alors que la main-d'œuvre inemployée est beaucoup plus abondante.

Ce constat est à rapprocher des divergences de contexte monétaire dans lesquelles se sont trouvées les entreprises américaines et européennes lors du courant de déréglementation. Les premières paraissent bien avoir pris une substantielle avance d'investissement, que les secondes, prises de court par la désinflation, n'ont pu combler. Les entreprises britanniques d'abord, dès 1980, puis les entreprises françaises à partir de 1983 ont commencé leurs restructurations ; par la suite, les unes ont surtout privilégié l'investissement dans les services et n'ont été vers l'industrie manufacturière qu'assez tardivement, de 1987 à 1989 ; les autres ont été en partie dissuadées de s'équiper en France par la faiblesse initiale des profits, puis par les opportunités d'investissement à l'étranger qu'offrait la levée du contrôle des changes. Le cas allemand est quelque peu différent : si l'on observe l'évolution des taux d'utilisation à partir de 1983, la même insuffisance de capacité apparaît rapidement ; mais les investissements réalisés sous la pression de l'immigration puis de l'unification, dans un environnement monétaire moins contraint par l'extension du mark à toute l'Allemagne, ont permis ensuite de combler l'essentiel du déficit en équipements.

A présent les taux d'utilisation ont cessé de baisser partout en Europe, même dans les pays où le redémarrage commence à peine. Au Royaume-Uni ils sont déjà revenus à un niveau normal, tandis qu'en France et en RFA ils restent suffisamment élevés pour ne pas déstabiliser les conditions d'exploitation, mais pas assez pour susciter de gros besoins d'investissement. Ainsi la demande privée demeure-t-elle amplement dépendante du jugement que portent aujourd'hui les entreprises sur le degré de leur assainissement. Ce jugement se fonde d'abord sur le rétablissement des bilans en relation avec les normes du passé, ensuite sur les risques que fait peser le maintien de taux d'intérêt réels élevés dans des pays où les organismes financiers n'ont pas encore reconstitué leur capacité de prêts et se montrent en conséquence toujours sélectifs.

La gestion des agrégats monétaires en a subi le contre-coup...

Face à la montée de l'inflation, et sous la pression des courants monétaristes, les banques centrales des principaux pays développés avaient entrepris dès les années soixante-dix de se fixer des objectifs de progression d'agrégats de monnaie ou de crédit. Elles visaient ainsi à fournir aux agents économiques des signaux explicites et crédibles de leur engagement pour la stabilité des prix ⁽⁵⁾. Cette orientation divergeait

(5) Etats-Unis : d'abord M1, M2 et M3 à partir de mars 1975, M1 étant l'objectif intermédiaire jusqu'en 1984, puis M2 depuis 1985.
RFA : stock de monnaie Banque centrale Mbc à partir de décembre 1974 jusqu'à fin 1987, puis M3 depuis 1988.

sensiblement de la gestion par les taux d'intérêt, qui était auparavant la règle et n'avait pas permis d'éviter le dérapage des évolutions nominales. L'accent nouveau mis sur la gestion des agrégats s'appuyait rationnellement sur les résultats d'études démontrant la grande stabilité de la fonction de demande de monnaie émanant des agents non financiers.

Dans la pratique, il est apparu au fil des années que la gestion monétaire s'était fondée sur un malentendu bien difficile à dissiper. Les purs monétaristes se préoccupaient peu de la régulation à court terme et insistaient essentiellement pour que l'offre de monnaie soit la plus régulière et la plus prévisible possible. Ils mettaient en garde contre les à-coups de la politique budgétaire, nécessairement déstabilisateurs. Dans cet esprit, la stabilité de la demande de monnaie était mise en avant non pas tant pour en faire un instrument à court terme de régulation que pour justifier le recours à des règles automatiques de création monétaire. Bien entendu cette vision désincarnée des phénomènes économiques comptait sans les divers chocs (pétrole, budget, spéculation sur les changes...), que cette nouvelle politique monétaire s'est trouvée impuissante à amortir rapidement. Des effets pervers se sont par ailleurs manifestés lorsque de fortes hausses de taux d'intérêt, impulsées par une Banque centrale dans le but de raréfier le crédit, suscitaient des entrées de capitaux venant gonfler la masse monétaire ⁽⁶⁾.

Le résultat fut que les objectifs monétaires affichés n'ont souvent été qu'approximativement respectés. Selon l'agrégat retenu, les dépassements par le haut ou par le bas ont été assez systématiques, avec une récurrence périodique, comme si les autorités monétaires se fixaient des objectifs sans tenir compte du comportement cyclique du recours à la monnaie.

En RFA, par exemple, la croissance de la monnaie Banque centrale a nettement dépassé l'objectif en 1975, année de reconstitution des liquidités, et aussi en 1977-1978 et 1986-1987 où le dollar a chuté. A chaque fois la reprise consécutive s'est avérée excessive. En revanche l'objectif a été fixé trop haut en 1980 et 1981 compte-tenu de ce que les trésoreries devaient se trouver naturellement asséchées à cette période, typique d'une phase récessionniste. Symétriquement, l'objectif dévolu à M3 n'a pas été atteint en 1989, lors de la phase d'expansion économique, alors qu'il s'est trouvé dépassé dans la phase de contraction des années 1992-1993 ⁽⁷⁾. Indépendamment des facteurs fiscaux exceptionnels qui expliquent une part du récent dérapage, et surtout du besoin supplémen-

Royaume-Uni : M3 à partir de l'exercice budgétaire 1976-1977, puis M0 depuis 1984, auquel s'ajoute M4 depuis 1993.

France : M2 à partir de décembre 1976, puis M2R à partir de 1984, et enfin M3 à partir de 1986.

(6) Les mouvements de capitaux ne pouvaient atteindre une ampleur significative que dans un système de parités fixes ou « gérées » ; là encore la pratique s'écartait notablement des principes monétaristes qui préconisent le flottement pur des monnaies.

(7) Le mode de fixation de l'objectif M3 par la Bundesbank est, de fait, essentiellement fondé sur des composantes non cycliques : croissance potentielle du PIB, changement de la vitesse de circulation de M3 évalué sur moyenne période, rythme d'inflation incompressible à court terme.

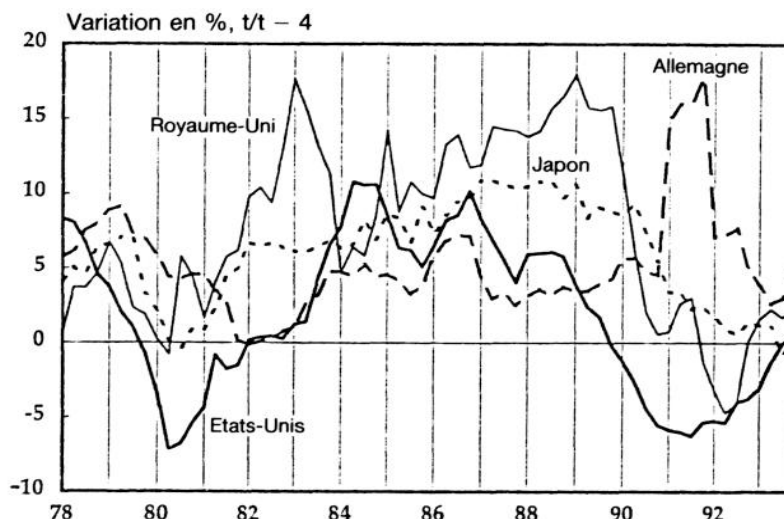
taire permanent de monnaie induit par le financement de l'unification, il apparaît bien, une fois encore pour 1994, que la Bundesbank a sous-estimé la création de monnaie au sens large en phase récessive.

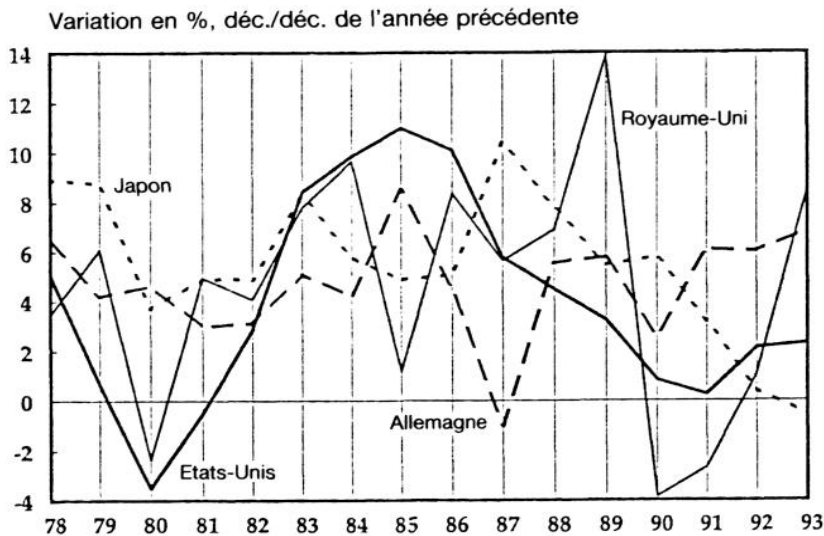
Au Royaume-Uni, on constate pareillement durant la période récente que les objectifs affichés pour M0 et M4 tiennent peu compte de la logique cyclique, soit que les autorités préfèrent, dans une vision monétariste, fournir une cible de moyen terme, soit qu'elles anticipent mal le déroulement probable de l'activité et de ses modes de financement. L'année 1993 s'est ainsi caractérisée simultanément par une sous évaluation de la progression de M0 et par une surévaluation de celle de M4 dont la fourchette d'évolution a dû être élargie à partir d'avril (M4 entre 3 % et 9 %). Des fourchettes aussi larges, ayant vocation à être annoncées chaque année, et donc supposées cerner de près la conjoncture, ne peuvent à l'évidence renforcer la crédibilité des banques centrales.

Aux Etats-Unis, l'insistance mise sur les agrégats monétaires à partir de 1975 n'avait pas immédiatement conduit à abandonner toute gestion des taux d'intérêt. Jusqu'en 1987, les dépassements des objectifs ont été nombreux, et l'agrégat M2 est resté presque constamment dans la moitié haute des fourchettes annuelles successives ; ensuite l'inverse s'est produit et les sorties par le bas se sont multipliées, atteignant leur paroxysme en 1992. Les raisons des écarts observés entre objectifs et réalisations ont été recherchées dans les déréglementations financières qui ont poussé les banques, sous l'effet de la concurrence, à rémunérer davantage les dépôts à vue et à court terme, modifiant ainsi le coût d'opportunité de leur détention.

Cette analyse technique, plutôt convaincante mais encore peu opérationnelle, puisque les écarts aux objectifs se retrouvent aujourd'hui dans tous les pays importants, nous renvoie en fait aux deux failles évoquées précédemment : la gestion monétaire a souffert d'avoir insuffisamment pris en compte l'évolution des données de crédits sous toutes leurs formes ; les grandes fluctuations du crédit ont été insuffisamment reliées à la mise en place des déréglementations, puis aux ajustements correctifs qui ont dû être apportés par la suite.

3a. Crédit bancaire aux agents privés





3b. Crédit total privé et public, volume

Sources : FMI, OCDE, Bundesbank, CSO.

Si, en effet, on rapproche les uns et les autres, on peut trouver des points communs entre le dérapage particulièrement sensible de M2 aux Etats-Unis en 1983, de M0 au Royaume-Uni en 1988-1989, et de M3 en RFA depuis 1991. A chaque fois, le crédit intérieur total connaît une très forte progression débouchant sur une vive tension des taux d'intérêt à long terme. L'épisode allemand est cependant partiellement atténué car il se produit à contre-courant de la tendance générale, il a néanmoins indiscutablement retardé la détente sur les marchés financiers jusqu'à la mi-1992.

A présent on peut pronostiquer une régularisation des comportements monétaires, de plus en plus complète à mesure que s'effaceront les séquelles de l'endettement passé. Déjà, avec la reprise du crédit bancaire aux Etats-Unis, les agrégats monétaires M2 et M3 semblent se redresser ; la Banque d'Angleterre envisage de son côté la possibilité d'un retour de la vitesse de circulation de M0 vers un taux de croissance de 2 %, taux usuel durant les années 1950 et 1960 ; en Allemagne les besoins de liquidités, dus à l'unification, seront progressivement mieux évalués et redonneront à la demande de monnaie une évolution mieux maîtrisable. En attendant, les autorités monétaires continueront de s'appuyer sur une batterie d'indicateurs dont beaucoup relèvent à présent du domaine de l'activité réelle : PIB nominal, taux d'utilisation des capacités de production et écart au PIB potentiel, prix à la consommation et cours des matières premières.

Enfin, si durant les années récentes, les agrégats monétaires ont été perturbés et inadaptés en tant qu'indicateurs de la conjoncture, c'est surtout vrai lorsqu'on les considère un par un. Leurs comportements relatifs, les uns par rapport aux autres, ont par contre continué, dans un grand nombre de cas, à fournir des signaux exploitables. Ainsi la croissance rapide de M1 aux Etats-Unis en 1991 et jusqu'au printemps 1992, jointe à la baisse continue de M2 et M3, a bien correspondu à cette phase de reprise molle qui laissait à tout moment craindre la rechute dans la récession ; puis les évolutions quasi-parallèles des trois agrégats,

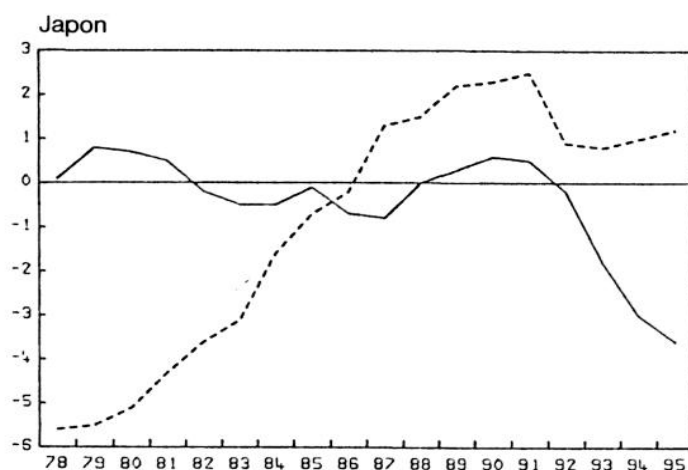
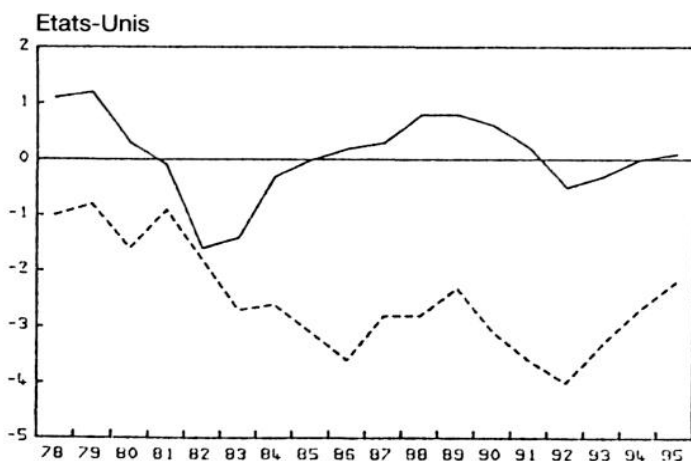
de la mi-1992 à la mi-1993, ont accompagné une période de croissance plus significative ; enfin le ralentissement de la progression de M1 concomitant au redémarrage de M2 et M3 a été le signe de l'accélération de la croissance depuis la mi-1993. Au Japon, les relations entre M1 et M2 + CD's ont été d'une nature semblable : des signes de redressement sont apparus temporairement en 1993 puis ont disparu à l'automne. Au Royaume-Uni, ce n'est pas avant 1993 que la stabilisation du taux de croissance de M0 et le redressement de celui de M4 confirment un plus grand engagement de la monnaie dans la dépense.

...et les politiques budgétaires sont contraintes par la monnaie

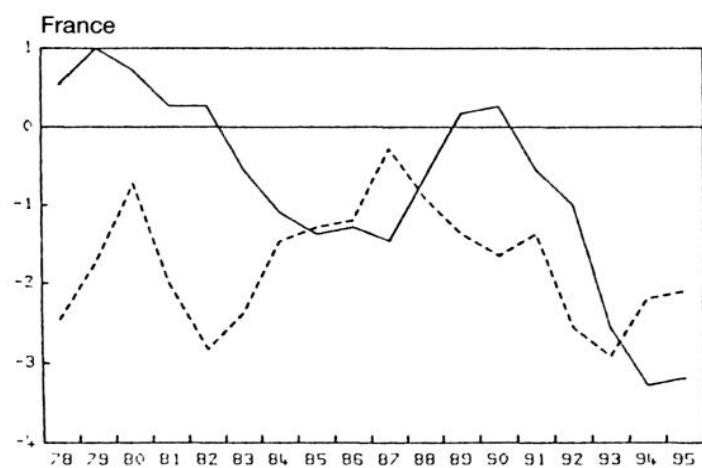
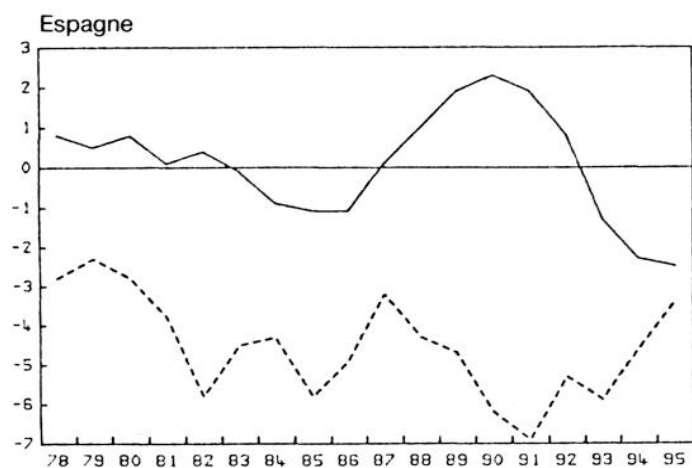
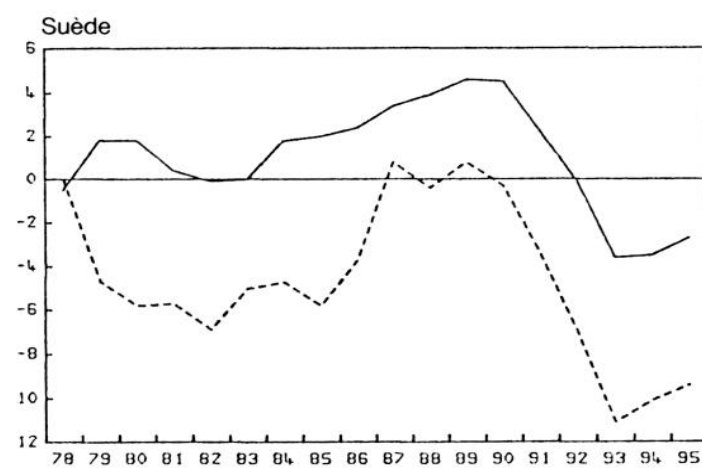
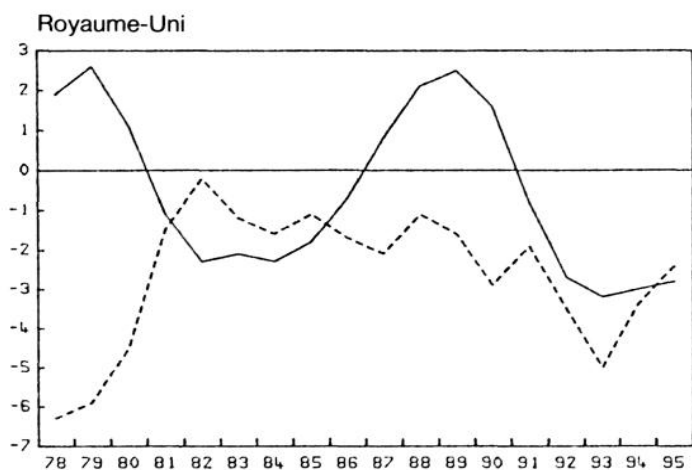
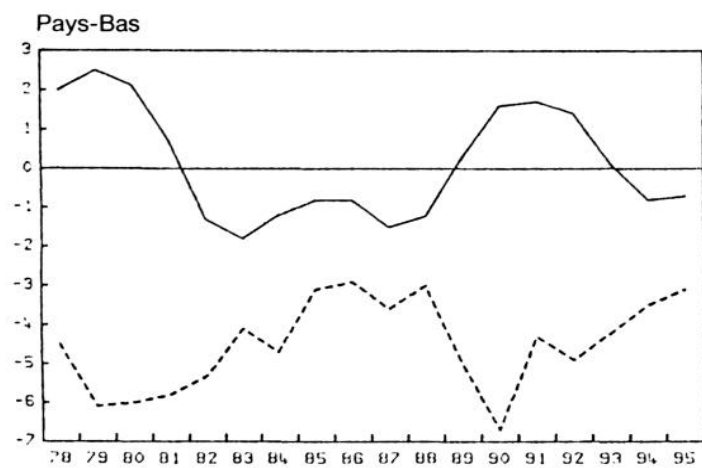
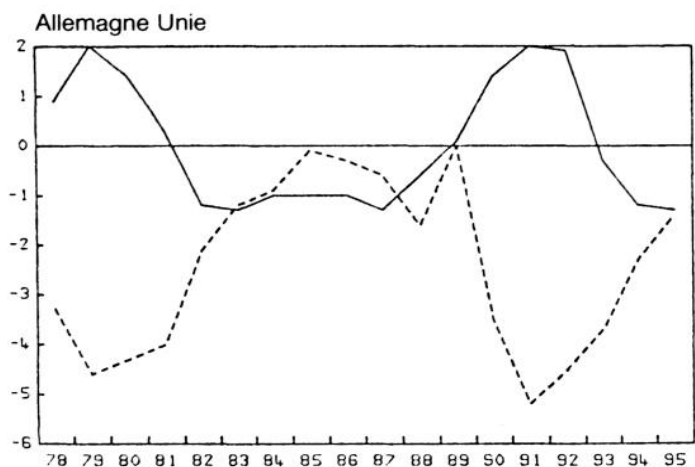
Les budgets publics sont étroitement dépendants de la situation économique. Ils n'ont donc pas manqué de refléter les décisions prises par les agents privés en réaction aux mouvements de déréglementations, de même que les changements d'orientation des politiques monétaires. La demande privée, gonflée dans un premier temps par l'endettement suscité par la déréglementation, a amélioré artificiellement les soldes publics, et faussé la perception qu'avaient les Etats de leur déséquilibre structurel. Les mesures budgétaires prises dans les pays dominants, Etats-Unis vis-à-vis du Japon, RFA vis-à-vis de l'Europe, ont eu des répercussions bien distinctes selon que les taux de change correspondants ont été laissés libres de flotter ou au contraire stabilisés.

Pour mieux suivre les impulsions subies par les budgets des administrations, et les variations résultant des décisions publiques, les soldes budgétaires sont ici analysés en distinguant leurs composantes conjoncturelle et structurelle. La première est calculée en faisant fluctuer dépenses et recettes des administrations en phase avec la conjoncture

4. Solde des administrations publiques en % du PIB



Chronique de conjoncture : bilan des turbulences



— solde conjoncturel
 - - - solde structurel

Sources : OCDE, actualisation OFCE pour le Royaume-Uni.

(mesurée par l'écart du PIB au PIB tendanciel), selon leur sensibilité moyenne estimée sur longue période ; la seconde en découle par simple différence entre solde effectif et solde conjoncturel ⁽⁸⁾.

Aux Etats-Unis, les budgets des dernières années soixante-dix n'ont vraisemblablement pu être équilibrés que grâce aux déréglementations et à l'endettement privé qu'elles ont suscité. En 1981-1982 la relance budgétaire a eu un rôle de soutien de l'activité important, qui est devenu pro-cyclique de 1983 à 1986. Durant cette période les entreprises ont poursuivi leur endettement, ce qui a gonflé le solde conjoncturel mais provoqué aussi, on l'a vu, une vive tension des taux d'intérêt à long terme. Celle-ci n'aura été enrayerée qu'avec l'adoption de la loi Gramm-Rudman puis la baisse du prix du pétrole. A partir de 1987, le budget est redevenu contra-cyclique : il a bénéficié d'abord du redressement des parts de marché américaines et de la détente monétaire, puis de la relève de l'endettement assurée par le Japon et l'Europe. Ensuite, à partir de 1990, il a amorti la récession en facilitant le désendettement privé. 1993 a amorcé le redressement grâce essentiellement aux bas taux d'intérêt. L'amélioration programmée pour 1994 et 1995 va clairement au-delà d'un simple resserrement contra-cyclique. Même si cet objectif relativement ambitieux n'est pas intégralement atteint on peut s'attendre à ce que l'effet sur le reste du monde s'avère restrictif.

Le Japon a, du fait de ses relations commerciales privilégiées avec les Etats-Unis, incontestablement bénéficié dans le passé de la dynamique conjointe des endettements privé et public américains. De 1978 à 1986 le solde conjoncturel a été globalement équilibré tandis que le déficit structurel a pu être réduit de près de 5 points de PIB et s'est donc trouvé pratiquement éliminé. Ce remarquable résultat a été rendu possible grâce au décrochage du yen après 1978 et à la relative autonomie monétaire qui en a résulté pendant la période d'ascension du dollar jusqu'en 1985. Par la suite le Japon a engrangé les gains de termes de l'échange venant de la baisse du prix du pétrole. Il a développé, à partir de 1987 un excédent budgétaire structurel, entièrement localisé dans les comptes sociaux. Autant on peut comprendre la justification ex ante d'excédents visant à assurer la pérennité des retraites dans un pays amené à vieillir rapidement, autant on doit reconnaître que la concrétisation de ces excédents n'a été rendue possible que par la frénésie d'endettement qui a accompagné la libéralisation des marchés financiers japonais durant cette période. Le retournement intervenu en 1991 a été spectaculaire ; toutefois, il affecte presque exclusivement les budgets de l'Etat et des collectivités locales. La rapidité avec laquelle s'est creusé le déficit conjoncturel constitue un frein à la prise de mesures de soutien plus vigoureuses et, globalement, l'ensemble des administrations affiche encore un excédent structurel.

(8) Données évaluées par l'OCDE. Les soldes structurels fournissent une bonne approximation des inflexions de la politique économique découlant des mesures nouvelles à caractère budgétaire ou social. Toutefois d'autres éléments s'y mêlent : service de la dette, privatisations..., qui peuvent en perturber la lecture.

La RFA, moins directement liée aux Etats-Unis, n'a pas été aussi loin dans le redressement de ses comptes publics. L'influence américaine a tout de même été très sensible jusqu'en 1985 où le déficit structurel a pratiquement disparu. Comme au Japon, cette austérité a malgré tout maintenu l'économie en sous-emploi de 1982 à 1987, les entreprises n'étant alors guère incitées à investir. De 1987 à 1989 c'est l'Europe qui tire l'Allemagne et achève de résorber les déficits effectifs ; ensuite c'est l'unification qui commande le budget. Mais l'Allemagne subit alors le choc en retour de la récession européenne : le désendettement de ses partenaires a limité l'excédent conjoncturel et la dégradation des comptes publics, longtemps sous-estimée par les autorités allemandes, a conduit celles-ci à multiplier les plans de coupes budgétaires et d'alourdissement fiscal depuis 1991. Les déficits conjoncturels sont ainsi amenés à s'accroître, s'opposant à une réduction sensible des déficits effectifs tant que la politique monétaire ne sera pas suffisamment détendue.

Les autres pays européens n'ont pu autant profiter de la manne américaine, en partie captée par la RFA. Les satellites de celle-ci, Pays-Bas et en grande partie Belgique, qui présentent des soldes conjoncturels très semblables à ceux de l'Allemagne, ont conduit jusqu'en 1987 des politiques d'assainissement budgétaire très voisines d'inspiration, mais moins amples. Ils ont ensuite mangé leurs excédents conjoncturels de 1988 à 1990 en laissant se détériorer leurs soldes structurels, l'alignement de leur politique monétaire sur leur voisin germanique en étant probablement la principale cause, via l'alourdissement du service de la dette.

Le Royaume-Uni n'avait pas connu les mêmes contraintes budgétaires au début des années quatre-vingt, les recettes pétrolières et les privatisations ayant grandement facilité la stratégie financière à moyen terme. Mais le sous-emploi y aura été plus important qu'ailleurs de 1981 à 1985. Aussi les recettes publiques nées de l'emballement des années 1987 à 1989, dont on peut mesurer à présent le caractère transitoire, ont-elles eu pour effet d'amoinvrir la résolution qu'avaient les gouvernements conservateurs d'en finir avec les déficits structurels. Le dégonflement de la spéculation britannique a eu un tel effet récessif qu'il a fallu accepter de 1991 à 1993 un fort creusement de ceux-ci. Leur réduction envisagée pour 1994 et 1995 les laisserait supérieurs aux déficits allemands et français ; elle n'en est pas moins jugée ambitieuse compte-tenu de l'état de la demande privée.

Les autres expériences européennes reflètent toutes, au-delà de leurs spécificités, les mêmes difficultés à résorber les déficits publics dans un contexte désinflationniste. L'Italie, l'Espagne et la Suède ne s'étaient pratiquement pas préoccupées de réduire leurs déficits jusqu'au milieu des années quatre-vingt. Puis la reprise européenne a commencé à gonfler les excédents conjoncturels. Seule la Suède, il est vrai la plus portée par l'endettement privé, a eu un comportement contra-cyclique, mais celui-ci a joué tout aussi vigoureusement dans la récession. L'Espagne a vécu dans l'euphorie jusqu'en 1991 en accentuant l'embellie

cyclique, et l'austérité récente est, par contraste, politiquement mal vécue. L'Italie a entrepris à partir de 1990 une véritable révolution culturelle en s'attaquant à son déficit structurel. Aucun de ces trois pays n'a pu échapper au fait que des politiques expansives, menées trop longtemps à contre-courant, les avaient rendus de moins en moins compétitifs, et leurs monnaies ont dû être massivement dépréciées.

Ainsi, au cours des quinze dernières années, l'autonomie des politiques budgétaires s'avère avoir été possible dans certains contextes monétaires accommodants, mais principalement lorsque les dérèglements ont libéré les capacités d'endettement des agents privés. Une fois les excès d'endettement constatés et combattus, les succès budgétaires sont apparus bien éphémères, surtout lorsqu'une politique monétaire visant à éliminer rapidement l'inflation s'est mise en place. Les pays qui sont déjà passés par ces deux phases ont connu tour à tour la restauration partielle ou totale de leurs comptes publics, la surchauffe, la surévaluation de leurs monnaies, puis la récession, l'endettement public, la détente monétaire et la dévaluation. A la fin de cette séquence, le redressement budgétaire se trouve alors conditionné par la reprise de la demande privée mais nul n'escompte ici un retour à l'endettement aussi accusé en raison de l'apprentissage du nouvel environnement.

Les pays du SME restés liés à l'Allemagne ont évité en partie de succomber aux mêmes dérèglements. Ils souffrent cependant aujourd'hui d'une surévaluation de leurs monnaies et de taux d'intérêt réels qui les handicapent pour maîtriser leurs dettes publiques.

L'Europe et le risque d'étau monétaire

La grande visibilité qui caractérisait les marchés financiers durant les derniers mois de 1993 a été de courte durée. Les arbitrages financiers demeuraient dominés par la recherche des gains en capital liés à la décrue des taux en Europe. Mais la forte substituabilité entre les placements liquides et les titres, que suscitait l'écart très réduit entre les rendements à court et à long terme, portait en germe l'instabilité qui a suivi. Celle-ci s'est étendue aux marchés boursiers dans la mesure où l'incertitude qui pèse sur la reprise dans le vieux continent sensibilise à l'extrême les investisseurs aux évolutions de taux longs. A la recherche de conditions financières favorables, les pays européens craignent maintenant d'être pris en étau entre la prudence de la Bundesbank et le durcissement monétaire américain.

La seconde moitié de 1993 a été marquée par un retour progressif au calme sur les marchés des changes. Après avoir progressé de près de 20 % entre les mois de janvier et d'août, le yen a opéré un repli graduel pour revenir à une parité légèrement supérieure à 110 pour un dollar en début d'année 1994. Les perspectives de réduction de l'écart des rendements à court terme allemands et américains ont renforcé le dollar dont la parité au début de l'année 1994 dépassait de près de 9 % son point

bas du mois d'avril 1993. Au sein du SME, les turbulences du mois d'août ont mis fin aux grandes vagues correctrices. Les parités espagnole et italienne ont continué à légèrement s'éroder tandis que la livre s'est raffermie par rapport au mark.

Les mouvements de capitaux, moins dominés que durant les précédents trimestres par les arbitrages sur les taux de change, ont principalement été guidés par les évolutions prévisibles de taux d'intérêt. Leur faible degré d'incertitude a engendré des prises de position croisées massives.

2. Investissements de portefeuille dans les pays industriels

En milliards de \$

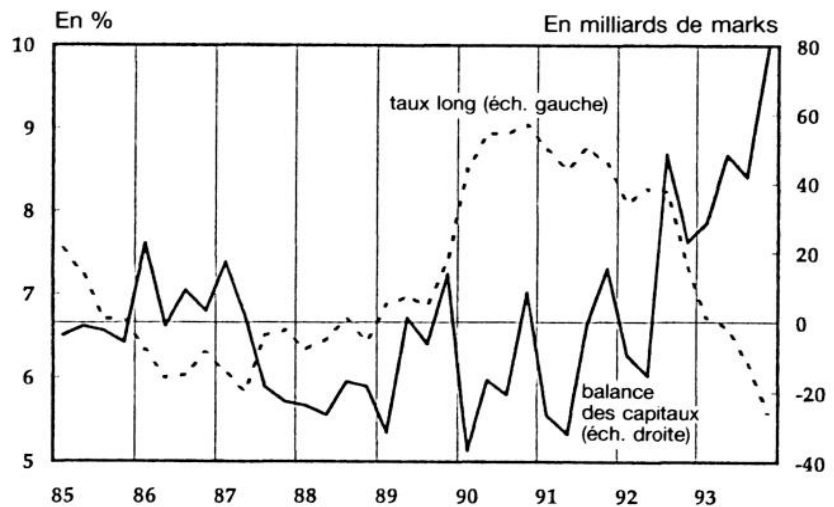
	moyenne 1981-85	moyenne 1986-90	1990	1991	1992	1993 *
Total des sorties	60,6	185,0	169,6	304,3	316,0	450,0
Etats-Unis	6,5	13,6	28,8	44,7	48,0	128,4
Japon	25,0	85,9	40,2	74,4	35,0	51,7
Royaume-Uni	13,6	26,1	29,2	50,0	56,9	113,3
Allemagne	5,3	21,1	14,2	15,7	43,2	20,1
Autres	10,2	38,3	57,2	119,5	132,9	—
Total des entrées	77,8	184,6	150,2	391,4	356,5	470,0
Etats-Unis	29,4	44,7	- 4,2	53,3	65,0	60,5
Japon	12,6	26,9	25,7	109,8	8,2	- 11,1
Royaume-Uni	3,5	22,1	9,8	25,7	32,7	58,4
Allemagne	7,9	20,0	11,7	39,9	92,7	147,0
Autres	24,4	70,9	107,2	162,7	157,9	—

* Estimations OFCE

Sources : FMI, Survey of Current Business, Bank of Japan, CSO, Bundesbank.

Aux Etats-Unis comme au Japon, les réductions à venir de taux longs paraissaient limitées, tandis qu'un important potentiel de baisse demeurerait en Europe dans le sillage d'une détente inachevée de la politique monétaire allemande. Aussi les achats d'obligations par les étrangers dans cette zone ont maintenu les niveaux records initiés au troisième trimestre de 1992. Ces derniers se sont portés principalement sur les fonds d'Etat allemands, français et néerlandais dont les rendements ont baissé de trois points en l'espace de 15 mois. Le mouvement a atteint des proportions particulières en Allemagne où aux prises de position des étrangers sur le marché obligataire allemand se sont ajoutés les rapatriements par les résidents des fonds détenus en FCP au Luxembourg, que motivait l'extension à partir du premier janvier 1994 de la retenue à la source sur ce type de placements. Aussi, après avoir déjà atteint 75 milliards de marks au premier semestre, les entrées nettes de capitaux à long terme en Allemagne se sont intensifiées dépassant le chiffre record de 120 milliards de marks (71,5 milliards de dollars) au second semestre 1993.

5. Entrées nettes de capitaux et taux d'intérêt à long terme en Allemagne

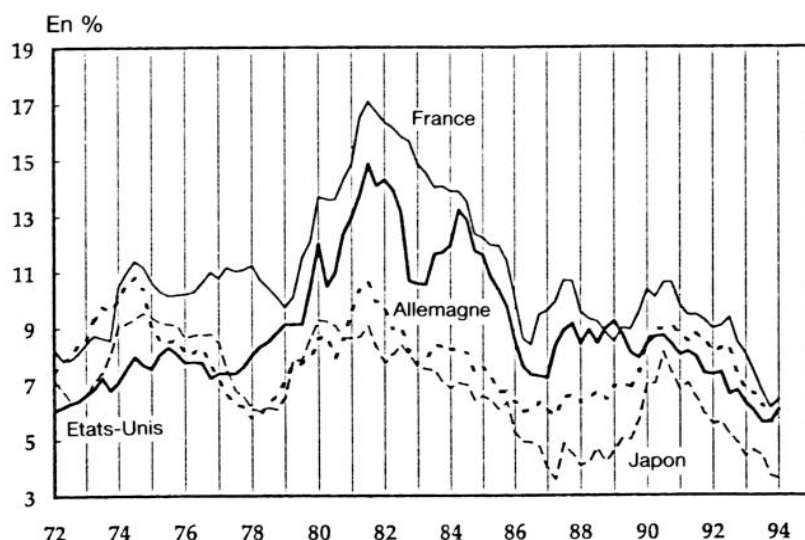


Source : Bundesbank.

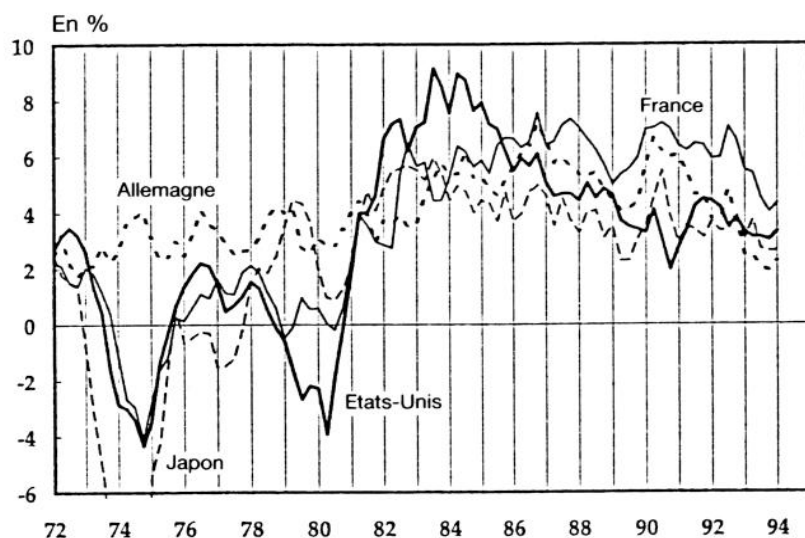
Ces flux de capitaux étaient principalement d'origine américaine et britannique, renforcés au quatrième trimestre par de très forts achats japonais (où les sorties de capitaux, jusque-là inertes, se sont concentrées sur la fin de l'année). Le retrait japonais des marchés obligataires (moindre en 1993 que 1992) n'a donc en rien asséché les flux internationaux, dans la mesure où les places anglo-saxonnes ont pris le relais. Le désendettement des banques nippones sur le marché interbancaire a en effet simultanément accru les liquidités disponibles à Londres et New York. Le rôle de transformation des échéances traditionnellement assumé par le Japon s'est donc reporté sur ces places.

L'attraction des placements européens pour motif de plus-values potentielles, a en outre été accompagnée d'importantes entrées aux Etats-Unis de capitaux longs et courts jouant à la hausse la devise américaine. Comme, de plus, les acquisitions d'obligations européennes par les Etats-Unis étaient associées à des opérations de couverture pour se prémunir contre un affaiblissement des devises européennes, elles ont engendré des achats au comptant de dollars, contreparties des ventes à terme de devises européennes. Ces sorties de capitaux américains n'ont donc paradoxalement pas affaibli la devise américaine.

Ces arbitrages ont brutalement été remis en cause par la décision, le 4 février 1994, de la Réserve Fédérale d'augmenter son taux directeur d'un quart de point. Conjuguée à la convergence de plusieurs indicateurs montrant un emballement de la croissance américaine, cette décision émettait le signal de l'entrée de l'économie américaine dans une phase de surchauffe et crédibilisait une reprise de l'inflation à horizon de trois à quatre trimestres. Ces anticipations ont rapidement été intégrées dans les taux à long terme qui à la fin mars s'étaient renchérissés de plus d'un point par rapport à leurs niveaux de début février.



6a. Taux d'intérêt longs nominaux réels en Europe, aux Etats-Unis et au Japon



6b. Taux d'intérêt longs réels en Europe, aux Etats-Unis et au Japon ⁽¹⁾

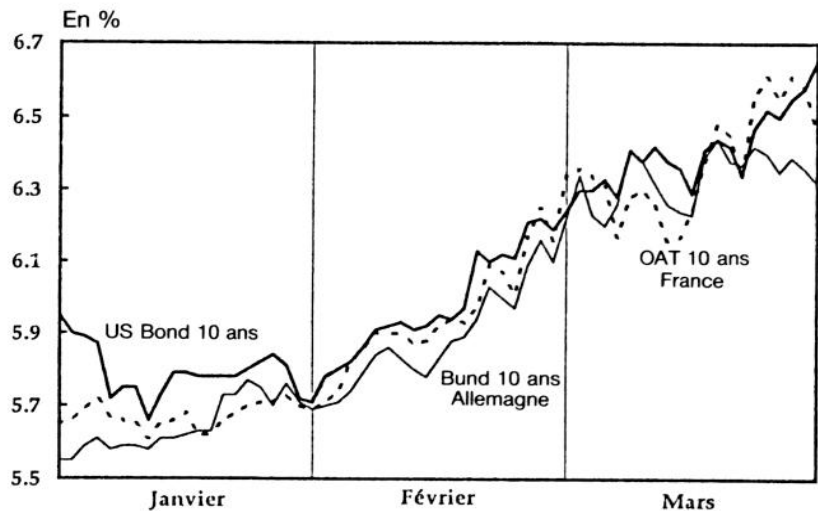
(1) Evalués avec l'inflation courante (variation sur les douze derniers mois)

Sources : OCDE, Financial Times, calculs OFCE.

Compte tenu du couplage traditionnel des taux longs américains et européens dans leurs inflexions de court terme, l'optimisme sur la décrue encore à venir des taux longs européens a donc été fortement ébranlé. Le brutal repli des positions précédemment décrites a du coup diffusé à l'Europe les mouvements de taux américains en provoquant une chute des cours obligataires. Selon les pays européens les taux longs se sont renchérissés d'un demi à un point entre début février et fin mars, alors que ni les anticipations inflationnistes ni le sentiment de reprise, bien que renforcé au tournant de l'année, ne le justifiaient. De plus le dénouement des opérations de couverture sur le marché des changes à terme a eu un effet de boomerang sur le cours du dollar qui s'est affaibli vis-à-vis des monnaies européennes au moment où ce dernier était également bous-

culé par rapport au yen, après l'échec des négociations commerciales américano-japonaises. Les cours des actions ont également opéré un repli généralisé en Europe, témoignant de l'inquiétude que suscitent la remontée des taux longs et la crainte d'un retard de calendrier dans la baisse des taux courts et du risque que cela ferait peser sur les perspectives de croissance.

7. Evolution des taux à 10 ans depuis janvier 1994, Etats-Unis et Europe



Sources : La Tribune, Les Echos.

Mouvement réversible après une surréaction passagère ou phénomène durable, telle est la question essentielle que soulèvent ces remous financiers. La désynchronisation des économies américaines et européennes autorise-t-elle un découplage des taux longs entre ces deux zones ?

L'instabilité des marchés obligataires, en cette période de déformation de la courbe des rendements, souligne la volatilité des apports de liquidités des intervenants jouant sur un horizon court les plus-values en capital. L'essentiel du jeu pour les gestionnaires de portefeuilles internationaux au cours des derniers trimestres consistait à se couvrir sur le risque de change et à engranger, par d'importants flux d'achat et de revente, les bénéfices engendrés par la décrue des taux. L'emprise de ce type d'intervenants est surtout perceptible en Allemagne où aussi bien les achats que les ventes d'obligations par les étrangers ont connu un développement explosif. A ce propos, le rôle des Hedge funds a particulièrement été stigmatisé au cours des derniers mois. Fonds de couverture à caractère spéculatif prenant des positions massives à court terme sur les marchés dérivés, ils supplantent de plus en plus souvent les institutionnels comme leader sur les marchés obligataires. De ce fait, les Banques centrales d'Angleterre et des Etats-Unis étudient les moyens de limiter éventuellement leur influence.

L'argument d'un surajustement à la baisse des cours obligataires en Europe est renforcé, si l'on considère que la hausse précédente est elle

même amplifiée par les comportements spéculatifs décrits plus haut. Or, les perspectives de plus-values faciles étant cassées pour un temps, il est peu probable que la quasi-unanimité qui prévalait jusqu'ici, et les entrées de capitaux qu'elle induisait en Europe, reviennent à l'ordre du jour. La correction de début d'année est donc en partie irréversible. Le découplage des taux entre Europe et Etats-Unis ne peut donc s'appuyer que très partiellement sur la mobilité des flux de capitaux internationaux. Cette dernière, si elle jouait normalement, tendrait, hors perspective de réajustement des taux de change, à égaliser les taux réels, et ne devrait autoriser que des écarts représentatifs des différentiels d'inflation anticipés entre les pays européens et les Etats-Unis, c'est-à-dire, au mieux un point à un point et demi fin 1995 en l'état des tensions prévisibles.

Mais pour que cet écart normal se concrétise rapidement, encore faut-il que la détente de la politique monétaire allemande ravive l'attrait des placements longs. Pour l'heure la courbe des rendements est trop plate en Europe pour motiver un report important sur les titres obligataires. Ce n'est que dans le cas de figure d'une détente rapide des taux courts allemands, et l'attrait que susciteraient les écarts de rendements ainsi créés, que réapparaîtrait à brève échéance une marge de baisse des taux longs nominaux en Europe.

L'hypothèse retenue ici est que les taux longs américains ayant absorbé en début d'année l'essentiel de la prime liée à la résurgence d'anticipations inflationnistes, se maintiendront plusieurs trimestres sur ce pallier et ne reprendront un mouvement légèrement haussier qu'avec l'aggravation des tensions sur les capacités en début d'année 1995. Ce scénario suppose que la politique monétaire américaine maintiendra sa cohérence avec le signal émis début février, c'est-à-dire qu'elle voudra exercer une action jugée préventive sur la résurgence inflationniste. Compte tenu du caractère tardif de l'inflexion de février, cela impose une certaine concentration du resserrement qui pourrait porter les taux courts aux alentours de 5 % dès la fin de 1994. La tendance au resserrement demeurera au delà, mais dans le cadre d'un policy-mix où l'influence budgétaire sera modératrice, le niveau des taux courts réels demeurera contenu en deçà de 3 % sur l'ensemble de la période.

Prise en ciseaux entre le risque importé des Etats-Unis de renchérissement du crédit et son souci de crédibilité interne, la Bundesbank dispose d'une marge de manœuvre étroite. Aussi la détente de la politique allemande continuera à être diluée et ce n'est tout au plus qu'en fin d'année 1994 que l'écart des rendements entre le court et le long terme alimentera un report de liquidité suffisant sur le marché obligataire pour permettre d'envisager à nouveau une légère décrue nominale des taux longs. Celle-ci en tout état de cause demeurera très limitée compte tenu de l'écart qui se sera déjà formé avec les Etats-Unis.

L'épargne mondiale prend de plus en plus le chemin des marchés émergents...

L'année 1993 a également été marquée par l'intensification des flux financiers en direction des pays émergents, c'est-à-dire l'Asie, l'Amérique latine, l'Europe de l'Est et l'Europe centrale. L'attraction de ces marchés repose sur la conjonction de nombreux facteurs favorables : la libéralisation des mouvements de capitaux dans ces zones associée souvent à une politique de privatisation, les fortes perspectives de croissance et de plus-values qui lui sont liées, l'amélioration de la qualité des emprunteurs. Ces marchés ont drainé depuis 1990 plus de 300 milliards de dollars de financements privés (investissements directs, investissements de portefeuille, et prêts bancaires) : 45 milliards en 1989, 62 milliards en 1990, 100 milliards en 1992, 140 milliards en 1993. De ce total impressionnant, près de la moitié a pris la forme d'achats de titres. La proportion des placements internationaux en actions est particulièrement importante au regard des flux vers les pays développés, dans la mesure où ceux-ci constituent le moyen le plus immédiat de capter les gains liés à la forte croissance de ces zones. Atteignant plus de 40 milliards de dollars en 1993, ils représentent près d'un quart des achats mondiaux. Cependant le marché obligataire a également bénéficié de l'attrait suscité par les obligations émises pour la titrisation de la dette des pays d'Amé-

3. Croissance et Bourse dans les pays émergents

Variation en %

	Croissance du PNB T3.1993 / T3. 1992	Cours des actions en dollars 31 déc. 1993/ 31 déc. 1992	Cours des actions en dollars 11 mars 1994 / 31 déc. 1993
Amérique latine			
Brésil	5,0	86,2	42,6
Mexique	- 1,2	48,1	- 7,3
Argentine	6,0 *	71,4	- 5,3
Asie orientale			
Corée du Sud	6,5	20,4	5,0
Taiwan	6,3	83,2	- 12,1
Chine	12,1	49,3	- 24,2
Philippines	2,1	152,1	- 25,3
Asie du Sud			
Inde	4,5 *	24,1	7,8
Malaisie	8,1	107,3	- 19,6
Thaïlande	7,5 *	107,3	- 24,1
Indonésie	6,6 *	112,4	- 14,3
Europe/Moyen-orient			
Turquie	10,8 **	217,9	18,3
Grèce	1,0 *	16,6	40,3
Portugal	- 0,8 *	47,2	16,2

* En moyenne annuelle

** T2. 1993 / T2.1992

Sources : The banker, The Economist, Financial Times.

rique latine à la suite du plan Brady. Les cours de ces titres ont plus que doublé sur le marché secondaire depuis le début de 1990. De plus, un nombre croissant d'entreprises locales font appel au marché primaire pour financer leurs projets d'investissement. Ces évolutions témoignent aussi d'un changement de nature des prêteurs au détriment des Etats et des banques. Les banques commerciales qui représentaient 55 % des créanciers des grands pays emprunteurs il y a 10 ans, ne représentent plus que 40 % d'entre eux aujourd'hui.

Cette réallocation de l'épargne mondiale ne peut dès lors plus être négligée à moyen terme et soulève plusieurs interrogations :

- Ce flux est-il durable ?
- Quel risque induit-il pour les prêteurs en terme d'insolvabilité et d'instabilité ?
- Est-il en mesure d'évincer les investissements à l'Ouest ?

L'attrait que suscitent ces marchés sur les détenteurs de portefeuille occidentaux, qui a paru virer à l'engouement durant l'année 1993, a attisé les doutes sur la pérennité d'un phénomène qui par le passé (et sous d'autres formes) a pris des tournures catastrophiques. Il paraît pourtant difficile actuellement de le remettre en cause, ou de le réduire à une spéculation passagère, dans la mesure où il résulte d'un mouvement de fond qui ne paraît pas avoir atteint sa pleine maturité. L'essor des marchés émergents est en effet la conséquence logique d'une mutation de l'équilibre mondial entre pays en voie d'industrialisation et pays développés, sur fond d'élargissement de la globalisation financière. Les pays en développement ne représentent que 10 % de la capitalisation boursière globale, niveau bien inférieur au poids de ces économies dans l'économie mondiale. Estimée aux parités de pouvoir d'achat de 1990, la part de ces derniers compte pour plus d'un tiers du produit mondial (45 % en incluant l'Europe centrale et l'Europe de l'Est). Alors que pour les économies de l'OCDE, les perspectives de croissance à long terme sont contenues entre 2 et 3 %, celles des pays en voie d'industrialisation paraissent durablement installées sur une tendance de 5 à 6 %. La croissance supérieure de ces régions, qui permet aux investisseurs de tabler sur des rendements moyens plus élevés que sur les marchés parvenus à maturité, fonde donc un optimisme de long terme.

A plus court terme, les gains ont atteint de tels niveaux que la question d'une déconnexion des cours avec les fondamentaux de ces économies a vu le jour fin 1993, entraînant de fortes corrections à la baisse durant les trois premiers mois de 1994. Les mesures de PER⁽⁹⁾ comportent de grandes incertitudes et signalent surtout les disparités entre places : les PER étaient supérieurs à 30 sur les places asiatiques fin 1993 et généralement inférieurs à 20 en Amérique latine. L'engouement des investisseurs a donc été momentanément refroidi, car l'absence

(9) Price-earnings ratio.

de transparence de ces marchés n'exclut pas une surévaluation généralisée. Et, du fait des dimensions restreintes et de la faible liquidité de nombre de marchés, des mouvements réduits suscitent une forte instabilité des cours.

Cependant cette instabilité, associée à un optimisme de moyen et long terme, est le gage de forts rendements. De plus la faible corrélation des variations de prix entre les différentes bourses émergentes, et avec les pays développés, constitue une incitation à diversifier les portefeuilles en direction de ces marchés en vue de neutraliser les risques pour les gestionnaires de fonds. Près de 10 % des portefeuilles en actions des fonds de pension américains sont aujourd'hui orientés vers les marchés émergents, et 15 % des achats se sont orientés vers cette zone au cours des années quatre-vingt-dix au lieu de 4 % durant les années quatre-vingt. Certains spécialistes de marchés considèrent qu'un degré d'exposition de 20 à 30 % serait souhaitable à terme.

La nature des investisseurs est également déterminante pour juger de la durabilité et de la stabilité du phénomène. Les Américains sont prédominants sur ces marchés, puisqu'ils détiennent deux tiers de la capitalisation boursière étrangère, estimée à 160 milliards de dollars, fin 1993. Les Japonais sont également particulièrement actifs. Compte tenu de la délocalisation des intermédiaires financiers, l'essentiel des fonds sont gérés à New-York, Londres, Tokyo, ou Hong-Kong. Enfin, les fonds de pension et les fonds communs de placement spécialisés sont les principaux créanciers sur titres. Les grandes entreprises, par le jeu des investissements directs, occupent également une place importante. De ces trois composantes, les fonds communs constituent probablement la plus instable, et la plus déconnectée des besoins réels des économies locales, car le désir de détention d'actifs liquides par les agents (américains en particulier) est sujet à une grande variabilité en fonction de la phase du cycle conjoncturel.

Doit-on donc considérer que le risque d'éviction, au détriment des économies développées, lié à l'orientation d'un important flux de capitaux à destination des économies émergentes est réel ? Le risque d'une hausse structurelle des taux longs suscitée par une réallocation de l'épargne mondiale sans être nul, doit être minimisé. La globalisation tend certes à égaliser les rendements réels au niveau mondial à risque équivalent. Or les différences de rendements entre pays émergents et développés sont justifiées pour une grande part par la prime de risque pesant sur ces économies. En second lieu, le financement de l'investissement des pays à fort potentiel de croissance induit des retombées commerciales positives pour les économies occidentales. Troisièmement la titrisation de la dette et l'apparition de nouveaux investisseurs privés ont permis aux banques commerciales d'assainir leurs bilans après la crise des années quatre-vingt. Il est probable que ce déplacement des risques a allégé les contraintes pesant sur le crédit à l'Ouest. Enfin, les hauts rendements servis dans les pays émergents ont alimenté un flux de revenu favorable à l'OCDE. Cependant, la rentabilité de ces investissements est conditionnée par le bon déroulement du processus de dévelop-

pement de ces zones. Le passé a démontré que ce cheminement n'est pas à l'abri d'accidents. Aussi c'est davantage le risque que fait peser sur la croissance des pays émergents la volatilité des flux, ou leur mauvaise orientation qui les alimente, qui constituent une menace à moyen terme. Ce risque d'instabilité est renforcé par le fait que le partage de l'épargne peut s'avérer plus conflictuel en période de forte croissance des pays de l'OCDE.

... fondés, en Asie, sur le développement d'une croissance autonome

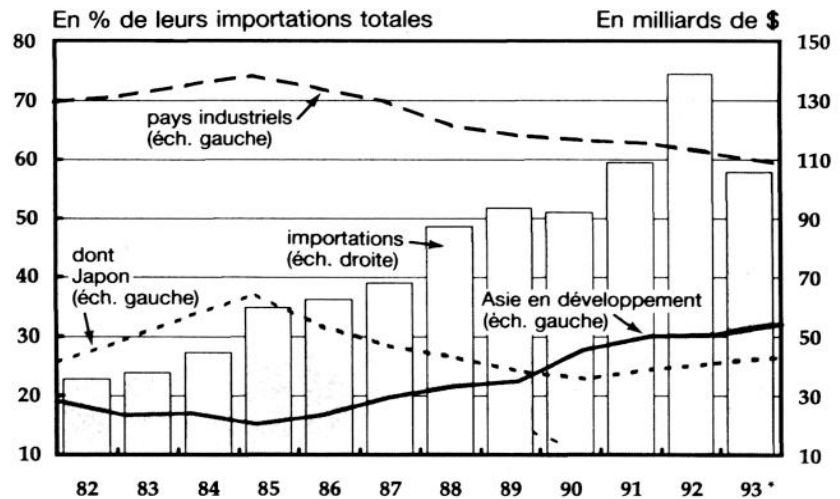
Le regain d'intérêt que suscitent les pays d'Asie en développement chez les investisseurs étrangers s'appuie sur des changements de fond perceptibles déjà depuis plusieurs années avec l'émergence de nouveaux marchés locaux et les réformes visant à l'ouverture des marchés des capitaux. Bien que toujours très dépendante des débouchés extérieurs à la zone, notamment en Europe et aux Etats-Unis, la croissance asiatique aborde un tournant en s'articulant davantage autour de ses propres forces régionales. Cette autonomie progressive constitue aujourd'hui un phénomène majeur de l'économie mondiale. De 1986 à 1993, les importations de l'Asie en développement ont progressé en valeur quatre fois plus vite que celles des pays industrialisés et leur part dans le commerce mondial s'est accru de 6 points, passant à 17 % en 1993.

Le recentrage de la croissance reste cependant très localisé en quelques pays, notamment à la première génération des nouveaux pays industrialisés (Hong-Kong, Corée du Sud, Taïwan et Singapour) où émerge depuis la deuxième moitié des années quatre-vingt une classe moyenne au pouvoir d'achat relativement fort. Aujourd'hui, la Corée du Sud produit sous marque nationale, et absorbe autant de voitures que l'Espagne. Ces pays ont acquis un savoir-faire qui les met directement en concurrence avec les grands pays industriels sur des produits à forte intensité en capital ou à technologie sophistiquée. La perte d'avantages comparatifs sur la main-d'œuvre les oblige à faire évoluer leur appareil de production vers des secteurs plus capitalistiques dont il s'agit de maîtriser la technique.

Simultanément à l'essor de ces nouveaux marchés, l'ouverture du marché chinois ajoute son propre dynamisme à la zone. Depuis 1978, les réformes économiques ont cherché à être suffisamment progressives, pour éviter la désorganisation de l'économie, et profondes, pour lancer le secteur privé. La production industrielle a crû de 14 % en moyenne par an entre 1978 et 1991, et continue sur un rythme de 22 %. L'expansion sur la période récente est soutenue presque exclusivement par le secteur privé et notamment la vague sans précédent de l'investissement (38 % de hausse en 1992 et 60 % sur les trois premiers trimestres de 1993) financée conjointement par l'épargne nationale et étrangère. Le dérapage inflationniste qui s'en est suivi (90 % des prix de détail sont libres depuis 1992) s'est accompagné d'un retour du déficit commercial et d'une nette

détérioration des finances publiques. Le plan d'austérité mis en place en juillet dernier n'est pour le moment pas parvenu à refroidir l'économie, ni à freiner le rythme des joint ventures qui atteint des niveaux records. Malgré tout, les réformes structurelles s'accélèrent. La réforme du système bancaire est en cours depuis le début de l'année (réforme de la banque centrale avec renforcement de ses pouvoirs, mise sous tutelle des banques commerciales, et administration centralisée du taux de change) ainsi que celle du régime fiscal (introduction d'une TVA, et refonte de la fiscalité directe). Le mouvement de privatisation des entreprises d'Etat et des entreprises dites collectives, commencé en 1992, s'est accéléré l'année dernière, avec leur mise en cotation sur des marchés boursiers. Enfin, premier pas vers la convertibilité externe, l'unification des taux de change depuis le 1er janvier 1994 met fin à la coexistence d'un taux officiel et de taux définis sur des marchés locaux de « swaps » sur devises, où s'effectuent la moitié des transactions.

8. Origine des importations de Chine et Hong-Kong réunis



* Calculs sur les sept premiers mois de l'année

Source : Direction of Trade Statistics, FMI.

Simultanément, les réformes entreprises sur les marchés des capitaux, notamment l'assouplissement des restrictions pesant sur la participation du capital étranger dans les entreprises nationales, ou bien concernant le rapatriement des bénéfices, ont élargi l'accès des investisseurs étrangers. Au total, en 1992, l'Asie en développement recevait 18,5 % des flux d'IDE contre 7 % en 1989, soit plus de la moitié des flux vers les pays en développement. Le mouvement s'est accéléré en 1993 avec les stratégies offensives du Japon, encouragées par l'appréciation du yen, et des Etats-Unis. Traditionnellement plus orientés vers l'Amérique latine, les Etats-Unis ont fortement accru leurs investissements dans la zone sur les trois premiers trimestres de 1993 : de 12 % en 1992, la part de l'Asie dans le total de leurs engagements directs à l'étranger est passée à 18,6 %, contre respectivement 40 % et 38 % pour l'Amérique latine. Principal pays d'accueil, la Chine a tiré sur la période 1990-1993, le tiers de la

croissance des IDE vers les pays en développement. L'origine des capitaux est diverse : Hong-Kong demeure le premier investisseur, suivi par le Japon, les Etats-Unis et Taïwan, si on cumule les flux depuis 1978. En termes de flux annuels, Taïwan devance le Japon et les Etats-Unis depuis 1990, tandis que Singapour et la Corée du Sud s'imposent de plus en plus, suivis par l'Allemagne de l'Ouest. Les stratégies d'implantation sont souvent différentes selon qu'il s'agisse de capitaux venant de pays voisins ou lointains. Les investissements américains en Chine du Sud visent avant tout à pénétrer le marché chinois et répondre à une demande locale croissante, tandis que la hausse des coûts salariaux dans les NPI et au Japon oblige ces pays à délocaliser une partie de leur production là où les salaires sont plus bas (Chine, Vietnam, Inde, ...) et où le taux de change est moins pénalisant. L'appréciation du yen depuis 1985 et la politique délibérée de sous-évaluation de la monnaie chinoise ont encouragé ce mouvement.

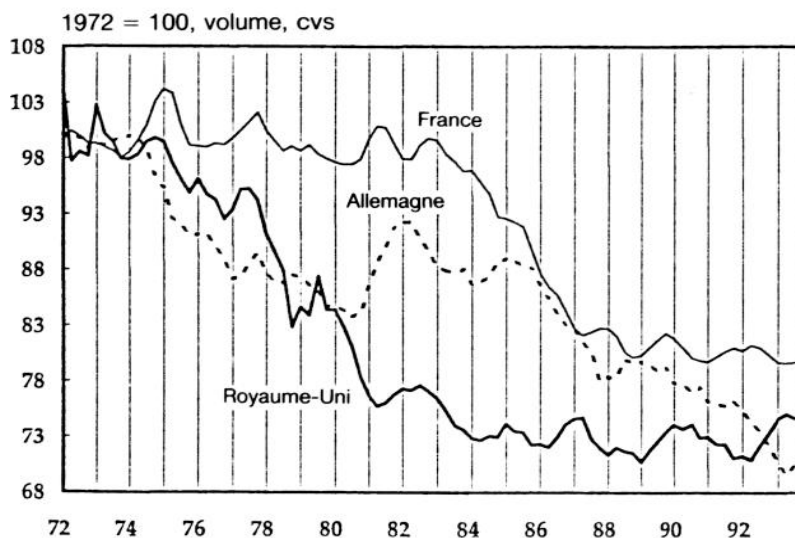
Le dynamisme de la zone devrait se poursuivre dans les deux années à venir. Le ralentissement de l'activité chinoise ne devrait pas se généraliser, la dualité croissante de l'économie chinoise entre d'une part un secteur traditionnel et d'autre part, une zone économique particulièrement dynamique, ouverte sur l'extérieur et protégée par les autorités de Pékin parant à ce genre de risque. Par ailleurs, l'ensemble des pays du Sud et de l'Est asiatiques sont dans une phase favorable à la poursuite de leur croissance. La Corée du Sud vient d'achever son ajustement conjoncturel tandis que les pays de l'ASEAN (hors Brunei) restent sur des rythmes de croissance de l'ordre de 7 %, à l'exception des Philippines, avec des taux d'inflation contenus. L'intensification des échanges au sein de la zone devrait stimuler la croissance ainsi que la vigueur, à des degrés plus ou moins forts, de leur demande interne soutenue notamment par la poursuite des investissements d'infrastructures.

Commerce mondial : vers une croissance moins conflictuelle

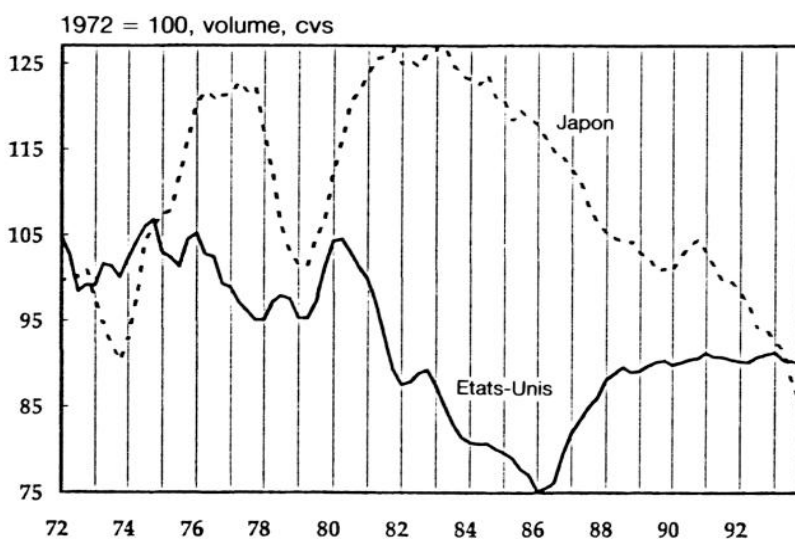
Si les mouvements de capitaux ne facilitent pas aujourd'hui la résorption des décalages entre les grandes économies de l'OCDE, les mouvements de marchandises y contribuent en revanche depuis quelques mois.

En 1993, le volume des importations manufacturières mondiales a connu sa plus faible croissance depuis onze ans (1,5 %). Les impulsions opposées des Etats-Unis et de l'Europe se sont annulées. La vigueur des importations américaines (en progression de 11 % par rapport à l'an dernier) a contribué pour deux points à la croissance de la demande mondiale de produits manufacturés, tandis que le recul de la demande des pays de la CE avoisine 6 %. Le commerce mondial a échappé à la stagnation grâce au dynamisme des nouvelles économies d'Asie et d'Amérique latine.

9a. Parts de marché à l'exportation de produits manufacturés de l'Europe



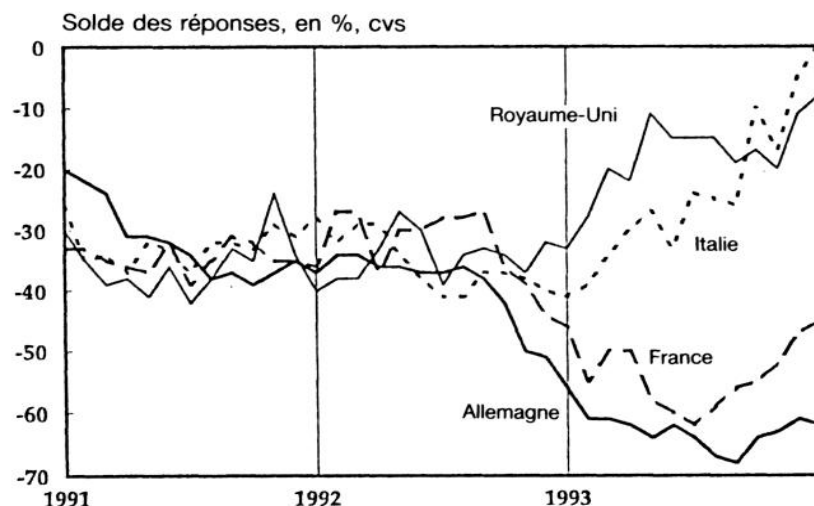
9b. Parts de marché à l'exportation de produits manufacturés des Etats-Unis et du Japon



Sources : OCDE, série A, estimations OFCE.

Ce contexte a rendu conflictuelle la concurrence internationale en sensibilisant à l'extrême les exportations aux variations de compétitivité-prix. Entre la mi-1992 et l'été 1993, les évolutions de prix relatifs à l'exportation liées aux amples fluctuations des changes, ont influencé avec une rapidité inhabituelle les variations de parts de marché entre pays de l'OCDE. Les réactions des volumes aux prix ont été presque immédiates. De ce fait les pays dévaluationnistes ont échappé aux effets, en général transitoirement négatifs sur la balance nominale, des évolutions de change. Espagne, Italie et Grande-Bretagne apparaissent donc comme les grands bénéficiaires de ce partage, tandis que les reculs relatifs de l'Allemagne et du Japon sur les marchés à l'exportation sont particulièrement marqués. Mais outre l'incertitude statistique qui pèse sur les données européennes, ces évolutions doivent être relativisées par le fait que le calcul des demandes adressées aux divers pays ne tient pas compte d'une probable réorientation des échanges de certains pays (surtout de la Grande Bretagne) vers des zones à fort dynamisme. Dès la

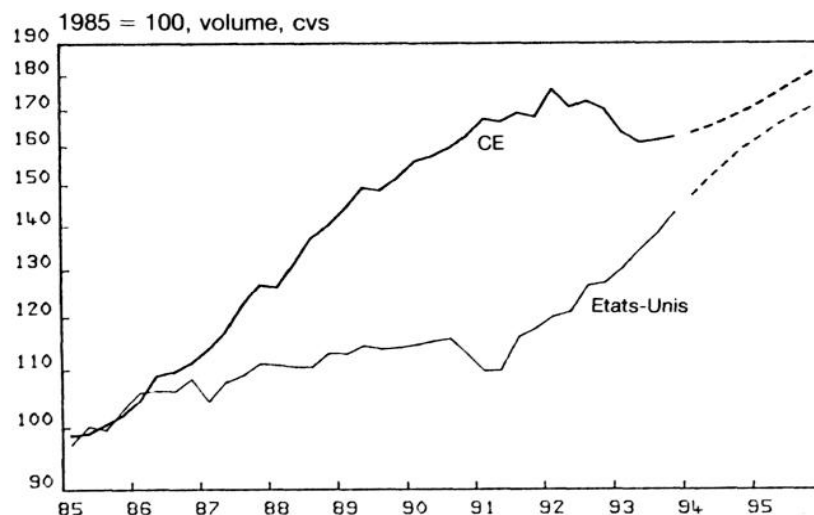
mi-1993, les parts de marchés paraissent à nouveau se stabiliser. Concentrées dans le temps, les évolutions de change ont donc rapidement produit leurs effets.



Source : CE.

10. Carnets de commandes étrangères dans l'industrie manufacturière

Le second semestre de 1993 marque aussi l'arrêt du recul des importations européennes. Une légère reprise paraît même s'amorcer au cours des derniers mois connus. Comme, dans le même temps, les Etats-Unis (grâce au dynamisme de leur demande intérieure) et le Japon (pour des motifs politiques) achètent davantage à l'étranger, l'année 1994 marquera le redressement des transactions internationales. La progression en volume des importations mondiales de produits manufacturés pourrait avoisiner 6 %, ce qui, compte tenu de leur spécialisation géographique, signifie une hausse de 4 % pour les marchés européens à l'exportation. A partir de 1995, le moindre dynamisme américain sera relayé par la consolidation de la reprise européenne. Dominé jusqu'ici par une logique conflictuelle, le commerce mondial pourra donc s'avérer mutuellement bénéfique à la croissance des différents blocs géographiques.



Source : OCDE série A, estimations OFCE.

11. Importations de produits manufacturés

2. Pétrole : retour à la normale ?

Orientés à la baisse depuis le printemps 1993, les cours du pétrole se sont très légèrement raffermis en mars 1994, après être passés de 19 \$ début mars 1993 à près de 13 \$ le baril fin février 1994. Cette chute des cours est due à la faiblesse de la consommation de pétrole de l'OCDE, dont l'estimation a été révisée plusieurs fois à la baisse par l'Agence Internationale de l'Energie courant 1993, et à l'incapacité des pays de l'OPEP de respecter leurs quotas. La réunion de septembre a entériné cette situation de fait et augmenté les quotas, qui ont depuis lors été respectés. Mais la poussée de production en provenance de la mer du Nord, notamment au quatrième trimestre 1993, a contribué à maintenir le marché en déséquilibre. Depuis décembre, deux stratégies semblent s'opposer. Les pays du Conseil de Coopération du Golfe, poussés par leurs difficultés financières, se sont déclarés prêts à réduire leur production pour faire remonter les prix et tentent d'obtenir un accord de réduction coordonné de la part des producteurs indépendants. Mais, si certains producteurs (Oman, Yémen, Syrie, entre autres) se sont déclarés favorables à une telle mesure, le Royaume-Uni et la Norvège s'y sont opposés. Dans ces conditions, une baisse unilatérale de la production par les pays de l'OPEP risquerait de se traduire par de fortes pertes de marchés, et le statu quo, par une aggravation de leur situation financière. En refusant de réduire ses quotas, l'Arabie Saoudite a finalement fait pencher la balance du second côté et la réunion de l'OPEP de fin mars 1994 s'est soldée par le maintien des quotas à 24,52 millions de barils par jour (mbj) jusqu'à la fin de l'année. Si cette décision s'est inévitablement traduite par une baisse du prix du pétrole, il semble cependant que les conditions d'un retournement prochain des cours à la hausse soient réunies.

La reprise économique dans les pays de l'OCDE devrait se traduire par une progression d'un peu moins de 1 mbj de la consommation OCDE en 1994 et de 1 mbj en 1995 ; l'augmentation de la consommation mondiale serait alors proche de 2 mbj en 1994 et 1995. Cette demande devrait être couverte pour l'essentiel par les pays de l'OPEP. La levée progressive de l'embargo sur l'Irak contribuera certes à l'accroissement des capacités de l'OPEP, mais le taux d'utilisation de ces capacités ne devrait pas redescendre en 1994 et 1995 en deçà de celui de 1988. La sur-réaction à la baisse pourrait alors se corriger prochainement, et les cours reviendraient d'ici fin 1995 à un niveau d'équilibre de 16 \$ le baril.

Situation du marché du pétrole (en mbj)

	1992	1993	1994	1995
Demande				
Consommation OCDE	38,9	39,0	39,9	40,9
Consommation Monde	67,1	66,9	68,6	70,7
Offre				
Production non OPEP	41,1	40,5	40,3	40,2
Production OPEP	26,2	26,9	28,3	30,5
Variation des stocks				
OCDE	0	0,3	0	0
Monde	0,2	0,5	0	0

Sources : AIE, prévisions OPEC.

Etats-Unis : la tiède surchauffe

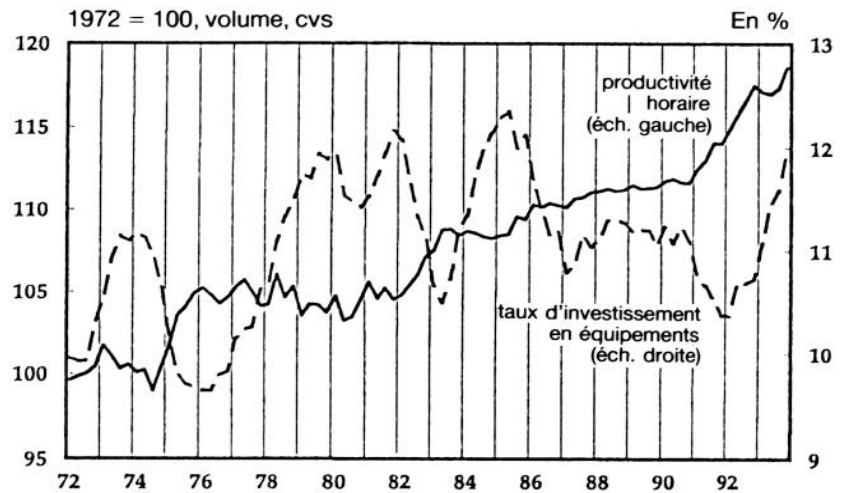
Alors que l'Europe se morfond dans la lenteur de sa reprise, quand reprise il y a, les Etats-Unis parlent déjà de surchauffe économique et de durcissement de la politique monétaire pour mieux gérer les risques de dérapage inflationniste à l'horizon de 1995-1996. Le PIB, qui a crû de 3 % sur l'ensemble de 1993, a terminé l'année sur un rythme annuel de 7,5 %. Même si l'inflation ne demeure pour l'heure qu'un risque potentiel, l'économie américaine franchit actuellement le seuil où les tensions sur les facteurs de production modifient le comportement de marge des entreprises. Dans ce cas, compte tenu des délais habituels de trois à quatre trimestres de transmission de la politique monétaire sur l'activité, l'action de la FED (après les resserrements d'un quart de point du taux d'escompte en février et mars dernier) pourrait s'avérer rapidement plus curative que préventive.

Aujourd'hui, rares sont les indices qui justifient les craintes d'une résurgence de l'inflation. Du côté des prix, il faut remonter à 1982 pour trouver un taux d'inflation aussi faible et le ralentissement se poursuit. En fait, les éléments augurant d'une surchauffe inflationniste sont à chercher du côté de la demande et non des coûts (même si les prix de certaines matières premières, en particulier des métaux non-ferreux, amorcent une remontée en fin d'année 1993). La forte croissance enregistrée dans le secteur industriel s'est faite par un recours croissant aux capacités productives existantes. L'économie américaine a dépassé le seuil de l'utilisation normale des moyens de production, en particulier dans les secteurs situés en amont du processus de production et dans le secteur automobile. Par ailleurs, selon les enquêtes menées auprès des industries manufacturières, les délais de livraison s'allongent depuis le début de l'année et de premiers goulots d'étranglement se manifestent. Aussi, le fait qu'un nombre croissant d'entreprises envisagent des hausses de prix à horizon de six mois crédibilise, en dépit de la maîtrise des coûts, un retour modéré d'inflation par la demande à brève échéance. La dérive demeurera cependant limitée à un peu plus d'un point à horizon de deux ans.

A ce stade, la demande de facteurs de production se trouve inévitablement renforcée comme en témoignent l'accélération des commandes de biens d'équipement et des embauches. L'appareil de production américain entre dans une logique d'accroissement des capacités après une phase de rationalisation qui a engendré des gains de productivité particulièrement élevés.

Le vigoureux redressement de l'investissement productif depuis sept trimestres, dont la précocité a été soulignée lors des précédentes chroniques, a joué un rôle moteur atypique à ce stade du cycle. Son caractère prématuré n'augure cependant pas de sa longévité, ni de son potentiel de croissance future, dans la mesure où l'effort d'accroissement des capacités reste à faire. La reprise de l'investissement depuis début 1992 visait surtout à rationaliser et à remplacer les équipements. Son fort contenu informatique (de 36,3 % en 1990 sa part atteint 44,4 % en 1993)

12. Taux d'investissement et productivité horaire aux Etats-Unis ⁽¹⁾

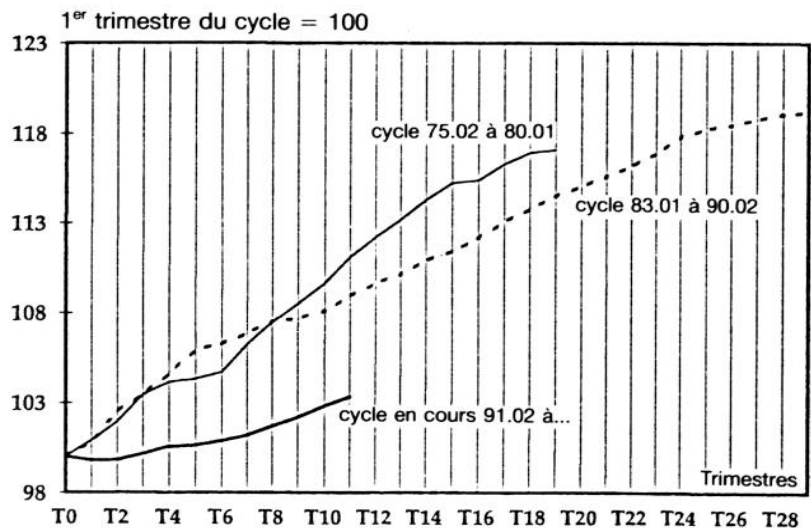


(1) Investissement en équipement/PIB

Source : Survey of Current Business.

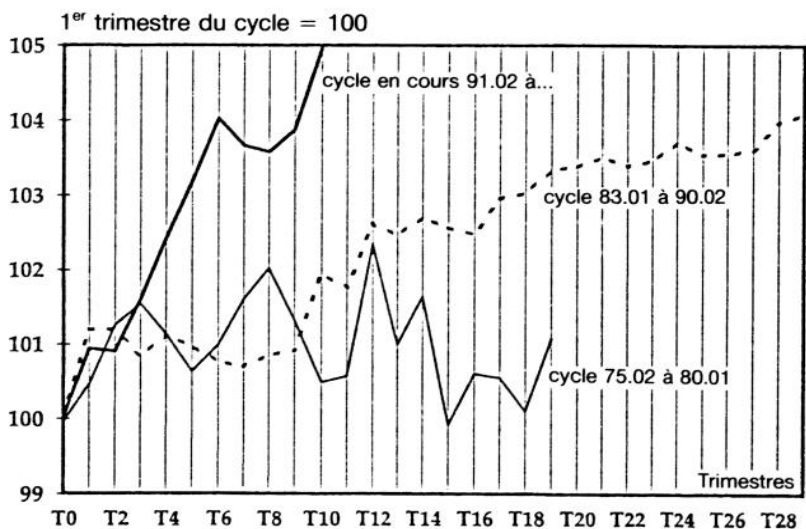
13. Cycles de productivité et d'emploi aux Etats-Unis

a) Comparaison des cycles d'emplois ⁽¹⁾ depuis 1975



(1) Cycle de l'emploi durant la période séparant deux récessions

b) Comparaison des cycles de productivité horaire ⁽²⁾ depuis 1975

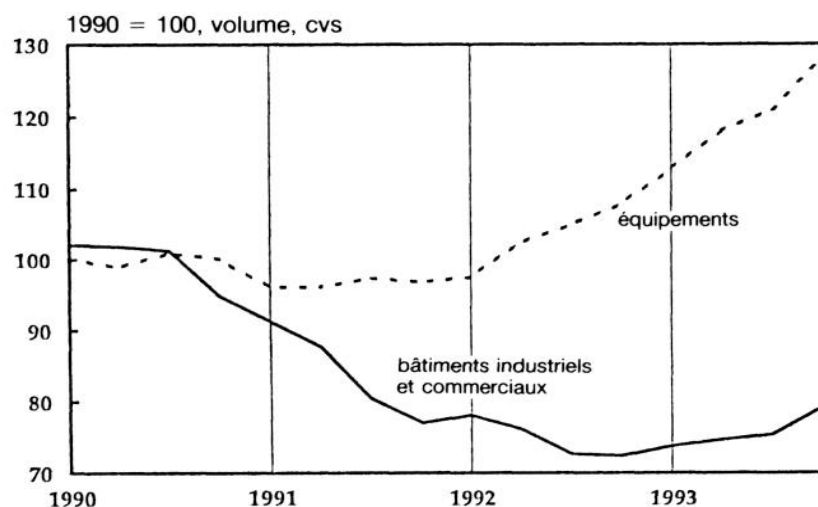


(2) Cycle de productivité horaire durant la période séparant deux récessions

Source : Survey of Current Business.

contraste avec l'inertie des investissements d'infrastructures jusqu'à la mi-93 et confirme cette orientation. L'effort de rationalisation et de remplacement suffit seul à redresser le taux d'investissement global, sans attendre que l'épuisement des réserves de productivité suscite une vague d'investissements de capacité. Dès lors, il n'existe qu'un décalage d'un an entre les points de retournement de la productivité horaire et celle du taux d'investissement au lieu de 7 à 8 trimestres par le passé. Surtout, contrairement aux précédents cycles, l'effort d'équipement et l'efficacité de la main-d'œuvre évoluent de concert, liaison qui conforte s'il en était besoin, que c'est bien l'effort de productivité qui prédomine dans le choix de dépense des entreprises.

Aujourd'hui que les tensions sur l'appareil de production se font jour, et que la flexibilité que procurent le moindre recours au temps partiel, l'accroissement des heures supplémentaires et de la durée d'utilisation des équipements, atteint ses limites, les entreprises doivent créer de nouvelles capacités pour répondre à la demande supplémentaire. L'investissement en bâtiment industriel et commercial, qui signale traditionnellement ce type d'orientation a commencé à se redresser en fin d'année 1993 pour atteindre en décembre un niveau supérieur de 13 %, à prix constants, à ce qu'il était l'an dernier.



14. Investissements aux États-Unis

Source : Survey of Current Business.

Pénalisé par les efforts de rationalisation des entreprises, l'emploi n'a que faiblement bénéficié du regain de la croissance. Mais maintenant que les marges de manœuvre à la hausse de la durée du travail s'épuisent, le rythme des embauches s'accélère et atteint un rythme de 2,5 % au cours des cinq derniers mois, loin des maxima passés, mais peut être sous-estimé si on en croit d'autres sources ⁽¹⁰⁾. C'est essentiellement le tertiaire

(10) Le Bureau of Labor Statistics est en train de réviser ses chiffres pour 1993 sur la base de données fiscales et non plus des enquêtes auprès des entreprises. Selon les premières estimations, l'emploi serait sous-estimé d'environ 1 %.

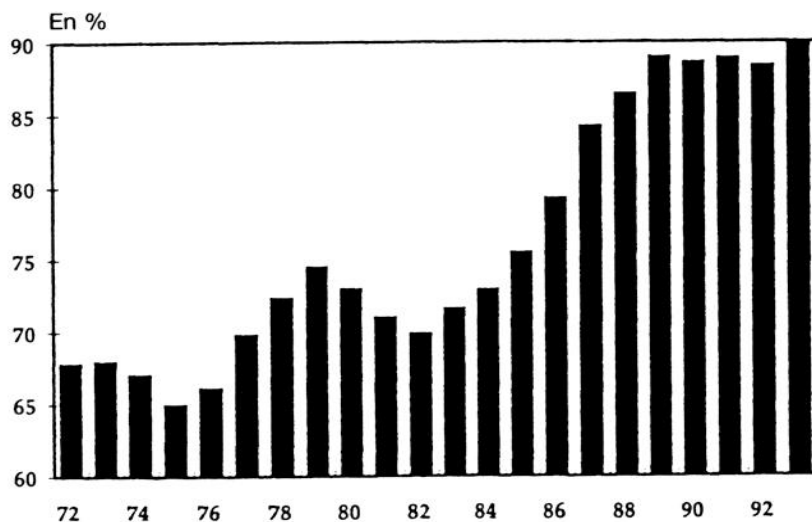
qui a animé la demande de travail depuis le début de la reprise. L'emploi a continué à s'éroder dans le secteur manufacturier au cours de l'année 1993, et amorce tout juste son redressement depuis le mois de septembre dernier. Dans ce contexte, le taux de chômage bien qu'en baisse ⁽¹¹⁾ reste un peu plus élevé que ce que l'on aurait pu penser à ce niveau d'activité. La tendance au fort contenu en gains de productivité de la croissance américaine va certes maintenant s'atténuer, mais il est probable qu'elle demeurera plus marquée que lors des précédents cycles. C'est pourquoi, les créations d'emplois devraient maintenir ce régime plus lent mais durable, et ne pas excéder un rythme de 3 % l'an.

Le marché du travail est de ce fait encore loin d'un état de saturation. Aucun signe de pénurie de qualification n'est décelé. L'accélération du rythme des embauches ne pèse donc pas encore sur l'évolution des salaires réels apparents qui stagnent en moyenne sur l'année 1993 et ne marquent pas d'infléchissement haussier sur les derniers mois connus. Outre la modération de la demande de travail, le déplacement de la main-d'œuvre, du secteur manufacturier vers des emplois tertiaires moins bien rémunérés, participe à la faiblesse moyenne des salaires.

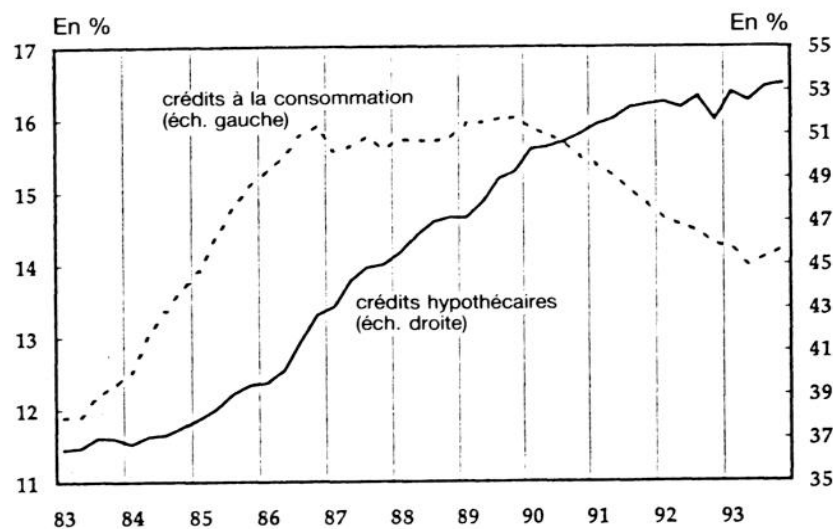
Peu portée par les rémunérations, la reprise de la consommation s'est opérée par un recours accru au crédit. Aussi, après plusieurs années de ralentissement ou de baisse, le crédit à la consommation a commencé à se redresser à partir du deuxième semestre 1992. Encouragés par un taux d'intérêt réel réduit, les ménages ont écourté le désendettement que justifiait le niveau élevé de leur passif pour profiter des conditions plus favorables du crédit. Ce recours appuyé aux prêts a permis de financer les achats de biens durables, notamment de véhicules particuliers. Le mouvement s'est amplifié au cours des derniers mois de 1993, les nouveaux crédits progressant alors à un rythme annuel supérieur à 10 %. L'ajustement financier des ménages a donc tourné court. En proportion du revenu disponible, l'encours des crédits à la consommation, même s'il a sensiblement reculé au cours des trois dernières années, reste relativement élevé comparé aux ajustements précédents. Cependant, plus que le niveau des dettes, c'est le poids de leur charge qui permet d'évaluer leur marge de développement. Les dettes hypothécaires sont déterminantes : leur encours est très supérieur à celui des crédits à la consommation et a même légèrement progressé. L'endettement total s'est seulement stabilisé au niveau record de la fin des années quatre-vingt. Mais, grâce à la possibilité de renégocier les conditions des contrats passés, la décrue des taux d'intérêt s'est répercutée bien plus que de coutume sur le service de la dette. Aussi, à niveau relatif de dette légèrement supérieur à celui de la fin des années quatre-vingt, la charge financière attenante s'est sensiblement allégée. A l'instar de la Grande-Bretagne, un nouveau potentiel d'endettement a été ainsi libéré. Compte tenu de la remontée prévisible des taux hypothécaires, il demeure pourtant inférieur à celui des précédents cycles et crée un butoir à la croissance de la demande des ménages en biens durables et en logements.

(11) La hausse de janvier étant liée à une redéfinition du mode de calcul.

La vigoureuse reprise de l'investissement résidentiel au cours de 1992 (+ 16,3 % en moyenne) puis à nouveau, après une pause, durant la seconde moitié de 1993 (où il a crû à un rythme annualisé supérieur à 20 %) suscite donc un jugement mitigé. Prolongée au delà de quatre trimestres, elle rapprocherait le service de la dette hypothécaire du seuil qui a déclenché la crise d'insolvabilité des ménages il y a trois ans et entamerait donc fortement la capacité d'emprunt des ménages à des fins d'achat de biens durables. Il est cependant probable que le récent rebond du logement, animé par le sentiment que les taux hypothécaires ont atteint leur plus bas niveau, est la résultante d'une concentration momentanée d'investissement. Dès la mi-94, la construction résidentielle devrait marquer le pas et reculer en 1995. Les ménages américains devraient donc baisser leur taux d'épargne jusqu'à la mi-1995, en dépit du niveau historiquement bas déjà atteint par ce dernier. De l'ordre de 4 % du revenu disponible brut en début d'année 1994, il toucherait un point bas vers 3,5 % et ne se redresserait que dans la seconde moitié de 1995.



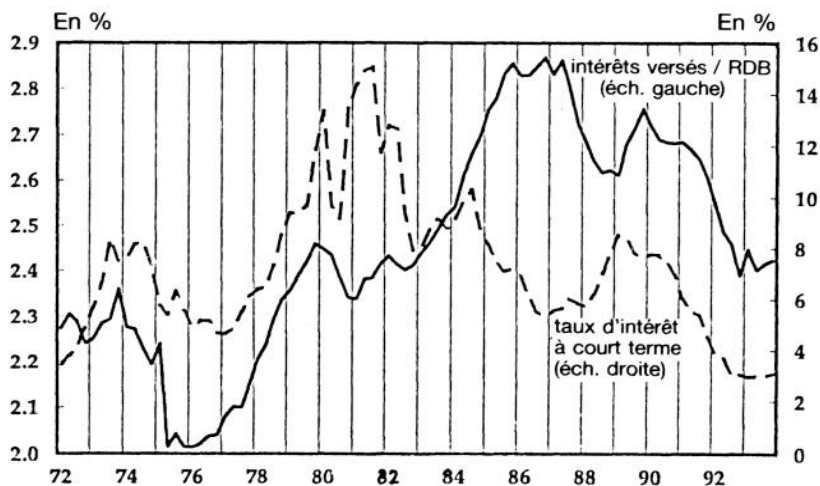
15a. Part de l'encours de la dette totale des ménages dans le RDB aux Etats-Unis



15b. Part de l'encours des crédits à la consommation et hypothécaires dans le RDB aux Etats-Unis

Sources : Flow of Funds Accounts, Survey of Current Business.

16. Taux d'intérêt à court terme et poids des intérêts sur les crédits à la consommation dans le revenu des ménages aux Etats-Unis



Sources : Survey of Current Business, OCDE.

La prévision à horizon de 1995 est donc marquée par ces divers éléments : une relative sous-utilisation de la population active, un investissement productif ayant retrouvé une dynamique autonome, un investissement résidentiel qui opérera un retournement précoce, une consommation qui butera d'autant plus tardivement sur la résurgence des contraintes liées au haut degré d'endettement des ménages que l'investissement en logement sera tempéré, et enfin une compétitivité externe qui permet aux exportateurs de capter la demande soutenue qui leur est adressée. Dans un contexte de politiques budgétaire et monétaire restrictives, la croissance, sur sa lancée de fin 1993, devrait dépasser 4 % en moyenne en 1994, mais opérera un repli dès la fin de l'année qui ramènera progressivement l'activité sur une tendance de 2 % fin 1995.

Le Japon sous perfusion

Sous perfusion budgétaire depuis cinq trimestres, le Japon n'est pas parvenu jusqu'ici à enrayer la dégradation de son activité. En l'absence de toute impulsion publique, la croissance afficherait des chiffres négatifs et, compte tenu de la baisse de nombreux prix, la récession a pris une dimension déflationniste. Aujourd'hui les indices précurseurs d'un retournement sont bien minces. Au mieux indiquent-ils l'amorce d'une stabilisation.

Les facteurs aggravants de cette récession ont déjà été abordés : crise financière, suraccumulation de capacités productives, surévaluation du yen ⁽¹²⁾. Il est aujourd'hui indéniable que la crise japonaise ne peut être réduite à une crise cyclique normale. Le rejet de ce point de vue nous a jusqu'ici conduit à ne pas interpréter les soubresauts contradictoires de l'activité durant l'année en cours comme l'amorce d'une reprise durable.

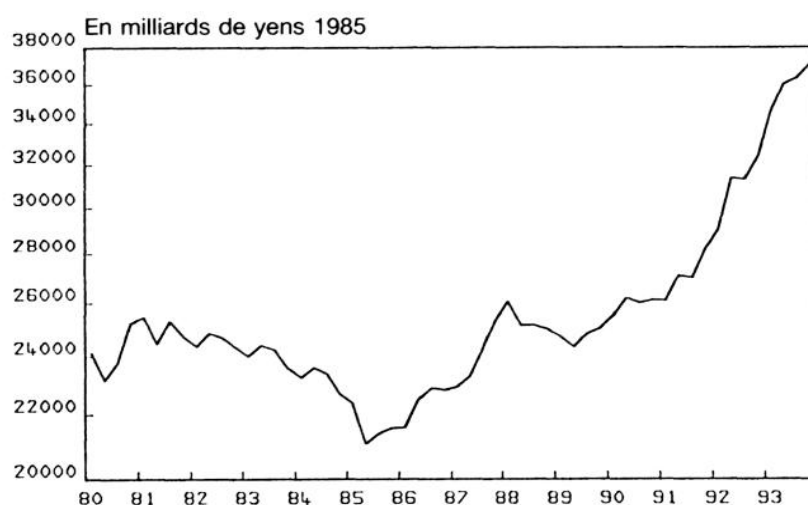
(12) « La conjoncture japonaise à la mi-93 », *Lettre de l'OFCE*, n° 118, septembre 1993.

4. Croissance au Japon et contribution publique

En %

	1985-1990	1990	1991	1992	1993
Croissance du PIB réel	3,7	4,9	4,3	1,2	0,2
Croissance hors investissement public	3,5	4,6	4,0	0,3	-1,1
Croissance hors incitation publique et effets induits	—	—	—	0,1	-1,6

Sources : Bank of Japan, calculs OFCE, Nomura.



17. Investissement public au Japon

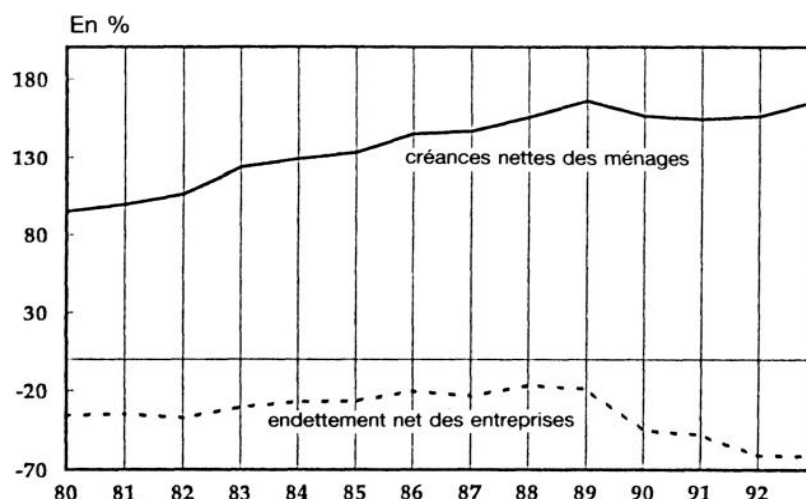
Source : Bank of Japan.

Inversement, la prise en compte des larges marges de manœuvre de l'Etat concernant la stimulation directe de l'investissement public et sa capacité d'incitation dans le domaine du logement, ont poussé jusqu'ici à minimiser le risque d'une déflation plus profonde encore. De fait, la sous utilisation des capacités n'apparaît pas encore exceptionnelle au regard des creux conjoncturels passés.

La situation d'excès d'épargne qui caractérise le Japon constitue certes un atout pour gérer cette phase transitoire d'absorption de la crise financière. Mais elle recouvre de profondes dissymétries de situations patrimoniales entre agents privés (en particulier entre les ménages et les entreprises), dont la résorption devient déterminante pour permettre une reprise durable.

Le surendettement massif des entreprises, souligné avec acuité par la dépréciation de leur actif, a été à l'origine de la fragilisation de l'appareil financier nippon et du blocage du crédit. La politique monétaire d'argent bon marché et les facilités de revente des créances douteuses ont écarté le risque d'une crise systémique. En menant une politique budgétaire expansive, l'Etat a par ailleurs joué son rôle de réallocation des ressources vers les secteurs fragilisés, la construction et le logement en particulier. Mais pour l'heure, il est clair aussi que la politique mise en

18. Stocks nets de patrimoine financier des ménages et des entreprises au Japon en pourcentage du PIB



Source : Bank of Japan.

œuvre a davantage joué dans le sens d'un colmatage que d'une véritable impulsion. La diminution du coût de l'argent a permis aux banques d'accroître leurs marges et a de ce fait paradoxalement encouragé une réduction du volume et une plus grande sélectivité des crédits. La meilleure rentabilité des opérations d'intermédiation a aussi facilité le processus de provisionnement des créances douteuses. L'Etat, en suppléant pour partie à une demande privée déficiente, a permis à certains secteurs de limiter les dégâts mais, dans le contexte de suréquipement et de rigidité de l'emploi, les effets multiplicateurs sont demeurés limités.

La situation patrimoniale des entreprises n'en continue pas moins à se dégrader, ce qui les incite encore à contracter la masse salariale. L'intensité de la crise n'a pas remis en cause, contrairement à ce qui a été souvent avancé, le principe de l'emploi à vie, même si l'emploi partiel et les contrats à durée déterminée tendent à se développer. De ce fait

5. Formation du salaire dans l'industrie au Japon

Variation en %

	Salaire négocié au printemps	Salaire effectif	Heures supplémentaires	Primes	Total des gains	Pouvoir d'achat
Part dans le total des gains en 1992		68 %	6 %	26 %	100 %	
1987-90	4,78	3,0	5,5	4,9	3,6	2,2
1990	5,94	3,8	4,6	7,3	4,7	1,5
1991	5,65	4,0	- 2,1	3,6	3,5	0,2
1992	4,95	3,5	- 10,8	0,9	1,7	0,1
1993	3,90	2,5	- 6,0	- 2,0	0,8	- 0,4
1994	2,80	1,8	0	0	1,2	0,4
1995	2,80	1,9	5,0	1,0	1,9	0,4

Sources : OCDE, Bank of Japan, prévisions OFCE.

l'emploi continue à croître. L'ajustement porte donc principalement sur le salaire négocié, les primes (qui comptent pour un quart du revenu) et la durée du travail. La flexibilité à la baisse de la masse salariale est donc grande et explique pour une grande part la dégradation de la consommation.

Or maintenant que les aspects financiers de la crise, sans être réglés, paraissent sous contrôle, c'est-à-dire que les risques de dérapage cumulatifs s'éloignent, l'attention se tourne naturellement vers la demande privée et en particulier la consommation des ménages. Les nouvelles inflexions de la politique budgétaire témoignent de cette réorientation. Compte tenu de la contraction du pouvoir d'achat, le comportement d'épargne des ménages devient une variable décisive. Au Japon comme ailleurs, la hausse de la propension à épargner a joué de manière procyclique renforçant la récession en cours. Mais contrairement aux autres pays, ce n'est pas l'insolvabilité qui motive ce comportement conservatoire. La précarité très relative de l'emploi ne joue pas également avec la même intensité que dans les autres économies de l'OCDE pour motiver un comportement de précaution. La préférence pour l'épargne doit probablement faire intervenir des effets de richesse destinés à compenser les moins values potentielles sur les titres et le patrimoine immobilier. Il est probable, surtout, que la faiblesse de la consommation résulte d'une suraccumulation passée de biens durables durant la période de forte expansion. Les dépenses de biens durables sont soumises à un processus d'ajustement de stock comparable à celui observé pour les biens d'équipement. Le nombre d'immatriculations de véhicules neufs est par exemple passé de 4 à 6 millions entre 1985 et 1990. Or la durée moyenne de remplacement de ce type de biens étant d'environ six ans, cette surconsommation introduit une inertie durable dans les dépenses futures.

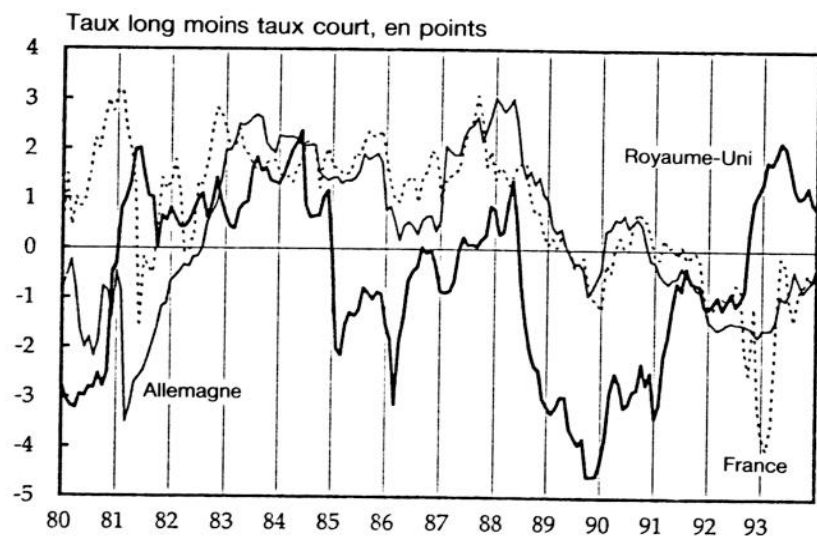
C'est dans ce contexte qu'il faut tenter d'évaluer l'impact du dernier plan de relance annoncé le 8 février dernier dont l'enveloppe totale se chiffre à 15 250 milliards de yen (2,5 % du PIB). Les dépenses directes d'investissement public ou d'incitation ne font que reconduire les mesures qui arrivent à échéance et ne constituent pas de ce fait l'aspect le plus dynamisant de ce plan. En revanche, son volet fiscal constitue une nouveauté et contribue pour 1,8 % à l'accroissement du revenu disponible (RDB) des ménages en 1994. Comme, dans le même temps, les efforts de restriction salariale par les entreprises s'atténuent, au total la croissance du RDB nominal pourrait en 1994 dépasser de plus d'un point celle de 1993. Cependant, la propension marginale à épargner les économies d'impôts est traditionnellement élevée. De plus, ce qui a été dit plus haut sur la faible incitation à renouveler le parc de biens durables incite à minimiser l'impact de cette mesure sur la consommation. Il faut à contrario compter avec la revalorisation modérée de certains actifs et le ralentissement de l'inflation pour tempérer la tendance à la hausse du taux d'épargne. Aussi, l'amélioration de la consommation demeurera faible en 1994 et ce n'est que vers la fin de l'année et dans le courant de 1995, lorsque s'affirmera la tendance au renouvellement de biens durables que la consommation deviendra le moteur d'une reprise modérée de l'activité.

C'est également à horizon d'un an que l'effort de réajustement des capacités productives devrait s'achever, la croissance du stock de capital retrouvant alors un rythme de croissance conforme aux perspectives de demande à moyen terme. Le redressement de la rentabilité des entreprises qui s'opérera à partir de la mi-1994, et qui devrait être facilité par une dépréciation du yen, permettra alors une reprise modérée de l'investissement en 1995. La conjonction de ces éléments permet d'envisager une croissance faiblement positive en 1994, essentiellement d'origine publique, et une reprise lente en 1995.

Le Royaume-Uni : une reprise détendue

Deux ans après avoir amorcé son redressement, la croissance britannique reste modérée : 2 % en moyenne sur 1993, avec une légère accélération en fin d'année qui semble déjà contrariée au cours des mois récents. La sortie de la livre du SME en septembre 1992, et la décreue du taux d'intervention de la Banque d'Angleterre qui s'en est suivie, de 4,75 points jusqu'à aujourd'hui, ont incontestablement soutenu l'activité. Mais elles n'ont pas suffi à la stimuler véritablement.

19. Différentiel de taux d'intérêt en Europe



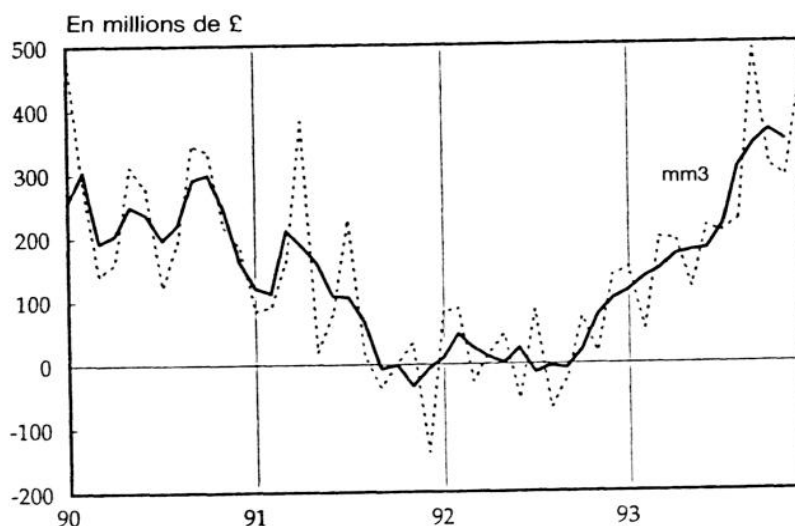
Source : Statistiques financières de l'OCDE.

La dévaluation de la livre a agi plus rapidement sur l'activité que la détente monétaire. Le retournement de la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB a eu lieu dès le début de 1993. Le regain de compétitivité par les prix accordé aux producteurs britanniques leur a permis d'affronter la concurrence internationale dans des conditions nettement plus favorables. A l'exportation, le redressement des parts de marché a permis de maintenir les ventes, malgré une demande particulièrement contractée. Surtout, le renchérissement du prix des biens importés a fait que la demande intérieure s'est reportée presque instantanément sur les produits nationaux. Depuis l'automne dernier, les avantages liés à la dévaluation, s'ils restent acquis, sont épuisés. La tendance à la hausse des exportations s'infléchit et suit désormais celle de la

demande étrangère, tandis que les importations reprennent à un rythme relativement vigoureux. La contribution externe devrait au total rester neutre au cours des deux années à venir, la croissance des exportations, soutenue par les demandes américaine puis européenne, devant être compensée par la hausse du taux de pénétration des importations.

La dynamique interne constitue donc le ressort de la croissance dans les deux années à venir. Or, l'inertie qui pèse sur la consommation des ménages et ses sources de financement incite à la modération, même si les contraintes financières semblent à court terme surmontées. Pendant que la dévaluation de la livre soutenait l'activité au premier semestre, la détente monétaire a accéléré l'ajustement interne avant de relancer l'endettement. Jusqu'au milieu de 1993, le niveau encore élevé des charges financières des ménages et la dépréciation des actifs patrimoniaux liée à la crise de l'immobilier empêchaient les mécanismes cycliques de reprise par la demande d'opérer normalement. Mais la structure du passif des ménages est telle que le service de la dette est très sensible à toute variation des taux d'intérêt à court terme. Aussi, le relâchement monétaire depuis septembre 1992 a-t-il réduit de trois points de revenu — sept au total depuis le point haut de 1990 — les intérêts versés annuellement. Simultanément, la crise immobilière a atteint son point bas vers le milieu de 1993. Les transactions ont repris au printemps 1993 et, malgré le stock de logement invendus, le prix du logement a repris vers le milieu de l'année dernière.

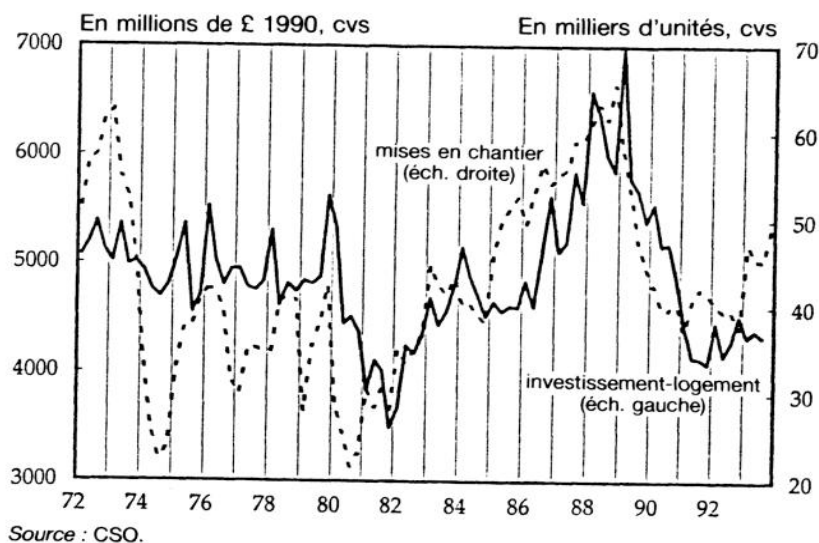
Depuis l'été dernier, la croissance suit un chemin cyclique plus traditionnel. Devant la faiblesse des hausses de salaires, les ménages réempruntent pour accroître leur consommation. Avec un an de retard, le taux d'épargne a fini par baisser et les dépenses se sont accélérées. Les achats de biens durables sont restés particulièrement dynamiques jusqu'à la fin de l'année, notamment ceux de véhicules particuliers. L'investissement-logement, anormalement faible à cette phase du cycle, devrait repartir au premier trimestre 1994 si l'on en juge par les commandes adressées au secteur de la construction et les mises en chantier qui ont progressé de 30 % sur un an à la fin de 1993.



Source : CSO.

20. Crédits nets à la consommation au Royaume-Uni

21. Investissement logement des ménages et mises en chantier au Royaume-Uni

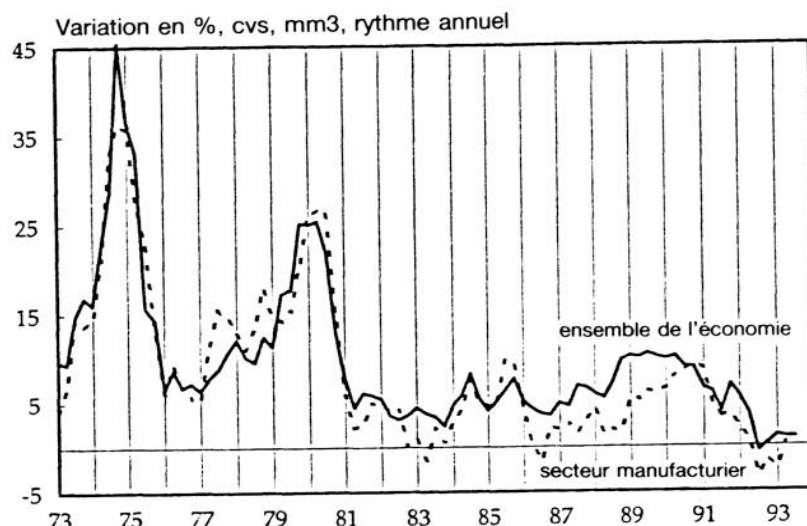


Néanmoins, à moyen terme, la consommation des ménages reste très contrainte par l'évolution des revenus. Particulièrement faibles jusqu'à maintenant, les revalorisations salariales subissent la détérioration du marché du travail, qui pourrait se poursuivre au cours des années à venir. Car, en dépit du retournement précoce des créations d'emplois au printemps 1993, les entreprises n'accroissent pas la quantité de travail. Depuis un an, les créations d'emplois sont surtout le fait des travailleurs indépendants ou sont à temps partiel, l'emploi salarié à plein temps continuant de reculer. Bien que ce phénomène soit habituel en phase de reprise, il est très marqué aujourd'hui et jouera davantage qu'avant pour expliquer la modération des créations d'emplois dans les deux années à venir. Avec la croissance, les entreprises réaugmenteront la durée du travail avant de réembaucher, ce qui devrait conduire le taux de chômage à une moyenne de 9,2 % en 1995 et maintenir des hausses de salaires modérées.

En 1995, l'activité devrait être un peu plus soutenue par l'investissement dans les entreprises. Jusqu'ici, les capacités productives étant peu sollicitées, les entreprises n'ont guère été encouragées à investir. Tout au plus, les dépenses en capital pour remplacer les équipements obsolètes ont-elles cessé de décliner et les achats de matériels de transport se sont-ils très légèrement redressés depuis un an. Mais les enquêtes laissent présager un frémissement prochain, que devrait encourager la réduction acquise des taux longs, dans l'hypothèse, bien sûr, où ceux-ci, aidés par l'absence de risques inflationnistes au Royaume-Uni, résistent à la remontée des taux Outre-atlantique. La reprise de l'investissement devrait être davantage appuyée du fait des tensions qui risquent d'apparaître sur l'appareil productif, notamment dans l'industrie. Déjà, le taux d'utilisation des capacités productives dans le secteur manufacturier est relativement élevé pour le niveau d'activité atteint.

Devant la lenteur de la croissance, les risques de dérapages de l'inflation sont exclus. Les prix de production sont restés stables sur les six derniers mois, aidés en cela par le contrôle des coûts salariaux. La légère appréciation de la livre en 1993, la décélération de l'inflation à

l'échelle mondiale et la baisse des prix du pétrole ont fait le reste. Les anticipations inflationnistes restent faibles. Le taux d'inflation sous-jacente en 1994 et 1995 resterait modéré, même si la croissance des coûts salariaux unitaires s'accélérait légèrement, la hausse des salaires devant être compensée par la croissance des gains de productivité qu'il reste à dégager.



22. Coûts salariaux unitaires au Royaume-Uni

Source : CSO.

Dans ces conditions, la politique monétaire resterait permissive d'autant que la croissance déjà modérée devrait pâtir de l'ajustement des finances publiques à partir du 1er avril 1994. Après plusieurs années de gestion budgétaire plutôt accommodante, le redressement des finances s'impose. De 8 % du PIB en 1993-1994, le déficit du secteur public devrait revenir à l'équilibre à l'horizon 1998-1999, selon les objectifs officiels. Des mesures discrétionnaires sont prises qui devraient rapporter 10 et 14,5 milliards de livres sur les deux années fiscales à venir. Elle portent principalement sur les ménages, par le biais du relèvement de la fiscalité directe et indirecte et, plus marginalement, sur la réduction des investissements publics. Les ménages ont déjà anticipé la ponction budgétaire dans leur comportement d'achats : pour le moment, le ralentissement des ventes au détail depuis décembre 1993 témoigne plus d'un sentiment de prudence en attendant que se concrétise dans quelques mois le recul du pouvoir d'achat des revenus. Sans rompre la croissance, il est certain que l'ajustement budgétaire viendra contrarier le potentiel de demande, maintenant que les ajustements financiers sont en grande partie achevés.

Allemagne : un retournement qui se fait attendre

Début 1994, la détente sur les marchés des facteurs et des biens est bien engagée en Allemagne de l'Ouest et les ajustements réalisés du côté de l'offre mettent peu à peu en place les conditions d'une reprise de l'activité.

Le partage de la valeur ajoutée s'est retourné au profit des entreprises courant 1993. Les compressions massives d'effectifs et la stabilisation de l'activité ont en effet permis à la productivité par tête de se redresser, tandis que les efforts consentis sur les parts négociées et annexes des rémunérations ont limité la progression des salaires effectifs par tête à 2,5 % en moyenne. Les entreprises du secteur manufacturier sont ainsi parvenues à enrayer la détérioration continue depuis le quatrième trimestre 1990 de leur taux de marge sur le marché intérieur, qui s'est même redressé légèrement au second et au troisième trimestres 1993 ⁽¹³⁾. Comme les secteurs abrités (le bâtiment et les services autres que les transports et le commerce) ont été relativement épargnés par la récession en 1993 ⁽¹⁴⁾, la croissance de la productivité dans l'ensemble de l'économie en 1993 aura cependant juste été capable de compenser celle des coûts salariaux et de stabiliser les coûts unitaires à un niveau élevé ⁽¹⁵⁾.

Le retour à une évolution favorable du taux de marge des entreprises est pourtant loin d'avoir corrigé les distorsions antérieures. L'ampleur des pertes de parts de marchés de l'Allemagne en 1992 a accentué le débat sur l'avenir du « site de production allemand » et l'attention s'est focalisée sur l'amélioration des conditions de l'offre, qui passe par une maîtrise à moyen terme des coûts salariaux et la flexibilisation du travail.

Les concessions salariales actuelles vont dans ce sens, mais elles signifient d'abord que, face à une situation particulièrement dégradée sur le marché du travail, la préservation de l'emploi passe pour les syndicats avant celle du pouvoir d'achat. De fait, certains accords acceptent le principe de réductions de temps de travail sans compensation salariale intégrale, en échange de garantie de l'emploi (métallurgie, VW) ⁽¹⁶⁾. Les 2 % d'augmentation tarifaire conclus d'abord dans le secteur des assurances et de la chimie (décembre 1993 et janvier 1994), se sont imposés au fil des mois comme la norme de 1994. Dans l'hypothèse d'un calendrier normal de hausse des salaires, ils auraient représenté une hausse moyenne des salaires contractuels de 2,3 % en 1994. Or les accords conclus en mars 1994 dans la métallurgie et la fonction publique repous-

(13) L'indicateur qui est utilisé ici est le rapport entre les prix à la production sur le marché intérieur et les coûts unitaires dans l'industrie manufacturière. Il ne reflète l'évolution du taux de marge que dans la mesure où les prix à la production ne sont pas trop perturbés par l'évolution des coûts des consommations intermédiaires.

(14) La production dans le secteur du bâtiment a baissé de 1,2 % en 1993 et seule la vitalité du résidentiel a permis d'éviter une détérioration plus franche, alors que les investissements ont baissé respectivement de 4 % pour le non résidentiel privé et de 3 % pour le public en 1993.

(15) Mais la hausse avait été telle en 1992 qu'ils ont progressé en moyenne de 2,6 % en 1993 par rapport à 1992.

(16) L'accord du 5 mars 1994 entre partenaires sociaux dans la métallurgie autorise pour les deux années à venir la conclusion d'accords d'entreprises visant à réduire jusqu'à 30 heures la durée hebdomadaire du travail, avec ou non garantie de l'emploi et compensation des rémunérations, selon que l'accord s'applique à la totalité ou à une partie seulement des effectifs. L'accord sur la semaine de quatre jours chez Volkswagen, d'une durée de deux ans également, prévoit une baisse des salaires annuels, les salaires mensuels étant maintenus par étalement des primes sur l'ensemble de l'année.

sent les augmentations de trois, voire de six mois⁽¹⁷⁾, si bien que la moyenne pourrait être proche de 2 %, inférieure encore aux prévisions retenues ici. L'effort de compression des coûts ne se limite pas aux salaires de base. Pour éviter que les éléments annexes de rémunération ne revalorisent ultérieurement les salaires effectifs, les primes de fin d'années sont par exemple gelées jusqu'à 1997 dans la métallurgie et la fonction publique, la période de compensation pour la prise en compte des heures supplémentaires allongée dans la fonction publique. Ces mesures pourraient limiter l'effet positif que la fin de récession exerce normalement sur l'écart entre les salaires horaires conventionnels de base et les salaires par tête effectifs, qui passe par la progression du temps de travail par personne occupée, automatique dans un premier temps, car liée au dégonflement définitif du chômage partiel⁽¹⁸⁾. Accorder aux entreprises, aujourd'hui en difficulté, la possibilité d'opter pour une réduction du temps de travail sans compensation salariale intégrale, va dans le même sens.

En 1994, le freinage des salaires exercera un effet d'autant plus positif sur le taux de marge des entreprises que celles-ci vont commencer à engranger les bénéfices de leurs efforts de restructuration. La baisse de l'emploi a atteint son rythme maximum en 1993. Les besoins d'ajustements des effectifs sont désormais atténués : l'activité s'est beaucoup moins dégradée en 1993 qu'en 1992, les salaires ont réagi, les mesures de flexibilisation devraient permettre à certaines entreprises en difficulté de privilégier les gains de productivité horaire par rapport aux gains de productivité par tête. Mais l'emploi ne devrait se stabiliser qu'à la fin 1994, en retard sur le cycle conjoncturel. Dans l'ensemble de l'économie, les coûts unitaires pourraient ne pas augmenter en moyenne annuelle 1994, ce qui recouvrirait une baisse en cours d'année. Début 1995, la situation héritée de la récession sur le marché du travail ne devrait aboutir qu'à de très légers gains de pouvoir d'achat des salaires négociés. On peut alors envisager un scénario de reprise de l'emploi, encouragé, encore que très progressivement, par la flexibilisation du temps de travail.

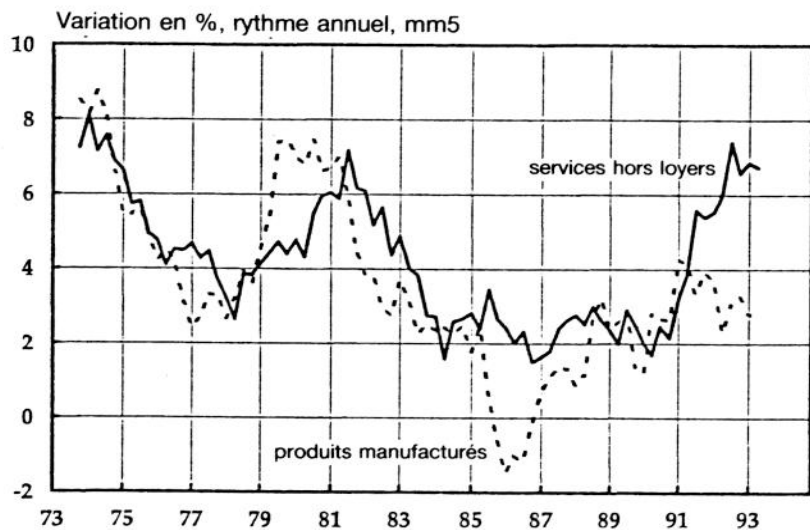
Faibles tensions sur les capacités productives, contrôle des coûts unitaires, recul des anticipations inflationnistes : tout concourt désormais à freiner la hausse des prix à la consommation. De fait, la progression sur trois mois de l'indice des prix est passée de plus de 4 % en avril à 2,3 % (en rythme annualisé) au début du quatrième trimestre 1993. Momentanément tirée vers le haut par le relèvement des taxes sur l'énergie, la tendance sur trois mois est revenue à 2,3 % en février 1994.

(17) Les augmentations sont repoussées d'un trimestre dans la métallurgie, et les hausses moyennes ramenées de ce fait en 1994 de 2,25 à 1,75 %. Les catégories basses et moyennes de fonctionnaires (70 % des effectifs) verront leurs traitements augmenter au 1er juin, les catégories supérieures au 1er septembre, si bien que les hausses moyennes pour l'ensemble des fonctionnaires seront de 0,85 % en 1994, au lieu de 2 %.

(18) Dans l'industrie, le dégonflement du chômage partiel au cours des deuxième et troisième trimestres 1993 s'est traduit par une hausse de la durée individuelle du travail. A l'inverse, la remontée du chômage partiel intervenue à partir de l'automne l'a de nouveau fait baisser en octobre et novembre.

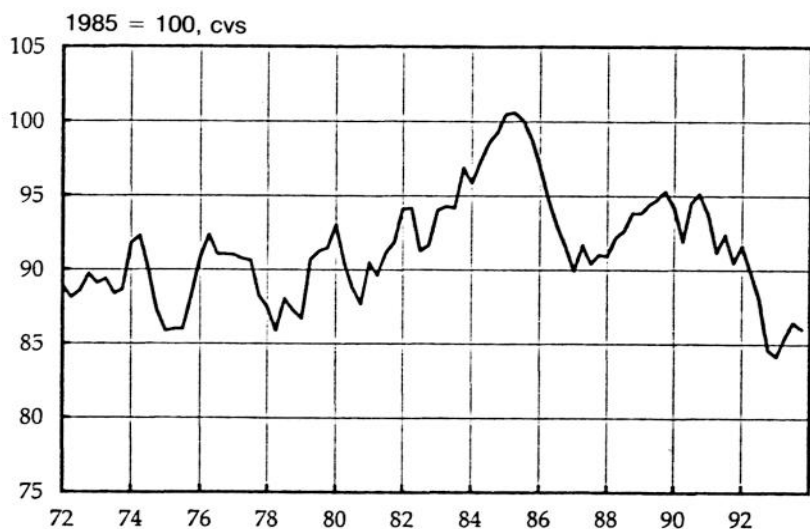
Un tel ralentissement eût sans doute été impossible si les services n'avaient pas à leur tour marqué le pas à partir de la fin 1992. Usuel, le décalage entre l'inflation sous-jacente et l'évolution du prix des services avait été récemment accentué par le relèvement de certains tarifs publics et, pour les loyers, par la pénurie de logements à l'Ouest. L'adaptation des loyers à la situation du marché du logement semble aujourd'hui acquise, tandis que les autres services souffrent à leur tour de la récession. Les progrès réalisés sur l'inflation sont par ailleurs d'autant plus significatifs qu'ils doivent peu aux facteurs externes. Les prix à l'importation ont bénéficié en 1993 de la baisse du prix de l'énergie, mais, à l'exception des mois d'août, septembre et octobre, le taux de change effectif du mark a eu tendance à se détériorer. La désinflation se poursuivra-t-elle en 1994 et 1995 ? Selon toute vraisemblance, oui, car la reprise de l'économie ouest-allemande va se faire sans la consommation et la maîtrise des coûts unitaires rester à l'ordre du jour.

23. Prix à la consommation en Allemagne de l'Ouest



Source : OCDE, calcul OFCE.

24. Prix à la production / coûts unitaires dans l'industrie en Allemagne de l'Ouest ⁽¹⁾



(1) Industries manufacturière et extractive

Sources : OCDE, Bundesbank.

Si les signes positifs du côté de l'offre se multiplient, encore faut-il que les mécanismes normaux de retournement conjoncturel puissent se mettre en œuvre. Or ceux-ci risquent fort d'être entravés dans un premier temps, en raison des contraintes exercées par la politique économique, tant monétaire que budgétaire, sur les composantes stables de la demande (consommation privée et consommation publique) et sur l'incitation à investir. Début 1994, la seule dynamique réellement positive vient de l'extérieur. Dans ces conditions, le retournement conjoncturel risque d'être repoussé jusqu'au second semestre 1994.

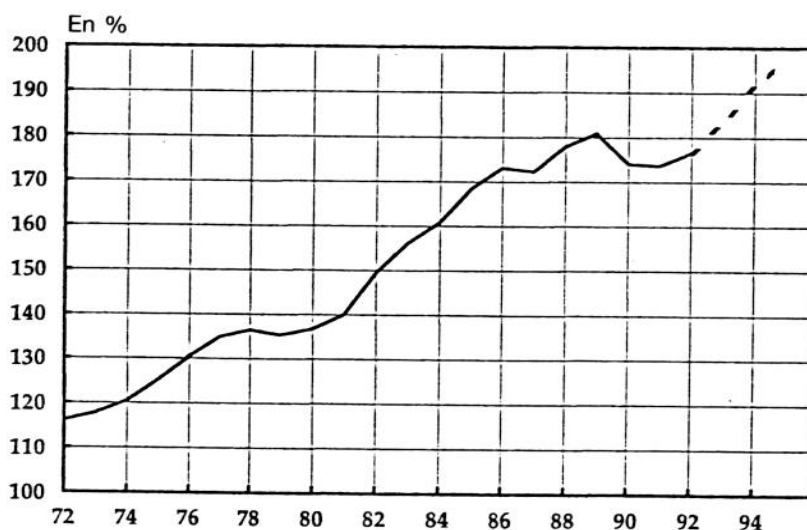
Le ralentissement de la progression des salaires est un phénomène normal en fin de récession. Mais ce qui ne l'est pas moins, c'est que la baisse prolongée du taux d'épargne autorise une reprise de la consommation, après que le rythme de décélération de l'emploi se soit ralenti. Or la configuration actuelle diffère des précédents cycles à plusieurs points de vue. Les conflits sur le partage de la valeur ajoutée ont été amplifiés par la réunification et le recul du pouvoir d'achat de la masse salariale supérieur à celui des précédentes récessions. Mais, surtout, la réunification s'est traduite dans les faits par un relèvement du taux de prélèvements obligatoires. De prélèvement de solidarité exceptionnel en relèvement des taux de cotisations sociales ou d'impôts indirects, les ménages ont vu le pouvoir d'achat de leur revenu disponible ponctionné de manière régulière depuis la mi-1991 pour financer les transferts à l'est. Sur la période 1990-1995, les prélèvements obligatoires supplémentaires représenteraient ainsi en moyenne près de 1 % du revenu disponible nominal des ménages. Depuis le printemps 1993 et l'adoption du programme de consolidation budgétaire (F.K.P.), tout est mis en œuvre pour limiter la progression du déficit des administrations publiques ⁽¹⁹⁾. Les mesures adoptées et entrées en vigueur début 1994 comprennent à la fois des augmentations d'impôts et des compressions de dépenses : relèvement du taux de cotisation retraites de 0,8 point, augmentation de la taxe sur les carburants, économies sur les dépenses sociales. En 1995, pour assurer le financement de l'extension à l'Est du système de péréquation fiscale, le prélèvement de solidarité de 7,5 % de l'impôt sur le revenu sera réintroduit, en même temps que la taxe sur les assurances relevée de 3 points en janvier ⁽²⁰⁾. Pour les ménages ouest-allemands, ces mesures signifient une ponction de 1,1 % en 1994 et de 1,2 % en 1995 d'un revenu disponible par ailleurs déjà maigre. De fait, les ménages verront le pouvoir d'achat de leur revenu se contracter de nouveau en 1994 et 1995. L'évolution du taux d'épargne sera donc plus que jamais déterminante. Le choc de la réunification a fait baisser le revenu permanent des ménages. Si l'on suppose que les ménages adaptent leur comportement d'épargne à la modification de leur revenu permanent pour maintenir inchangé leur objectif de croissance du ratio patrimoine/revenu,

(19) En mai 1993, la révision du budget avait porté le déficit fédéral à 68,5 milliards de marks et le résultat aura même été légèrement inférieur. L'objectif affiché est de maintenir le déficit fédéral à ce niveau pour 1994 et 1995, ce qui, compte tenu de l'évolution prévue du déficit conjoncturel, représente (au niveau de l'Allemagne totale) une orientation nettement restrictive.

(20) Encore l'adoption de ces mesures est-elle soumise à incertitude en cas de changement de majorité lors des élections d'octobre 1994.

ceci devrait se traduire, une fois la période transitoire passée (1989-1995), par une baisse du taux d'épargne moyen. Durant la période transitoire, le taux d'épargne est susceptible de sur-réagir à la hausse (quand les revenus ont fortement progressé) et à la baisse (en 1994 et 1995). L'hypothèse d'une baisse du taux d'épargne supérieure à celle observée lors des cycles précédents est donc fondée, mais elle n'empêcherait pas la consommation de baisser encore fortement en 1994 et de stagner en 1995.

25. Patrimoine financier net / RDB nominal des ménages ouest-allemands



Sources : Bundesbank, estimations et prévisions OFCE.

Dans un contexte de faible consommation finale des ménages et des administrations, la reprise des exportations serait insuffisante pour exercer des tensions sur les capacités productives. L'évolution plus favorable de la rentabilité devrait cependant autoriser une reprise de l'investissement en 1994. Les entreprises ouest-allemandes ont une contrainte d'endettement limitée, dans la mesure où leur taux d'autofinancement est traditionnellement élevé. Leur décision d'investir est alors plus influencée par la rentabilité relative entre placements financiers et investissements corporels. La fin de l'inversion des taux d'intérêt enregistre la détente des conditions monétaires et s'accompagne habituellement d'une baisse des taux courts supérieure à celle des taux longs : la rentabilité des placements à court terme financiers étant réduite, l'offre de capitaux à long terme s'accroît et autorise une baisse supplémentaire des taux longs. Les entreprises allemandes en bénéficieraient d'autant plus que leurs perspectives de débouchés sont limitées par l'évolution de la consommation en 1994. La détente monétaire a autorisé les taux courts à poursuivre leur décrue et la remontée depuis début janvier des taux longs dans le sillage des taux américains a permis à la structure des taux de s'inverser à la fin du premier trimestre 1994. Dans ces conditions, l'effet positif de la baisse des taux courts pourrait être freiné par leur niveau même, quoique modérément, compte tenu de l'acquis de la baisse. Le délai de réaction de l'investissement à la fin de l'inversion des taux devrait faire dater sa reprise de la mi-1994. L'amélioration progressive des débouchés en accélérerait le mouvement jusqu'à la fin 1995.

Les anticipations inflationnistes sont maintenant fortement atténuées. De plus, la politique de consolidation budgétaire, plus qu'encouragée par la Banque centrale, est bien engagée. Mais, la progression de l'encours des crédits au secteur privé, bien qu'en ralentissement depuis la mi-1992, reste sur un rythme tendanciel supérieur à 8 % en rythme annuel, ce qui, au niveau de l'Allemagne totale et aux yeux de la Bundesbank, représente un potentiel inflationniste non négligeable. Par ailleurs, la structure actuelle des taux d'intérêt exerce une contrainte supplémentaire sur la politique monétaire. En maintenant ses taux directeurs à un niveau attractif, la Bundesbank continue d'encourager les arbitrages en faveur du court terme, ce qui peut rendre difficile le respect des objectifs de croissance monétaire pour 1994 (4-6 %), déjà bien compromis par la progression spectaculaire, quoique due à des facteurs exceptionnels, de la masse monétaire en janvier et en février. Cet élément devrait inciter la Bundesbank à baisser ses taux d'intérêt, en dépit du non respect actuel de ses objectifs de croissance monétaire. Une fois cette baisse réalisée, les taux longs pourront engranger la décrue des taux courts, et les incertitudes relatives à la progression du crédit ainsi qu'à l'évolution de la parité vis-à-vis du dollar justifier un plancher de 5 % pour fin 1994. Les taux courts pourraient ensuite descendre jusqu'à 4 % vers le milieu de 1995.

Ne pouvant compter ni sur la consommation publique, ni sur l'investissement en bâtiment (la seule composante dynamique restant pour l'instant le logement), la reprise de l'économie allemande repose donc en grande partie sur ses échanges extérieurs. Les pertes de parts de marché ont été beaucoup plus limitées en 1993 qu'en 1992. De fait, les exportateurs ont absorbé en grande partie la réévaluation du mark en abaissant leurs prix à l'exportation et leurs ventes ont fortement progressé au cours du quatrième trimestre 1993. La stabilisation de la parité du mark vis-à-vis des monnaies européennes et sa dépréciation vis-à-vis du dollar devraient limiter les pertes à venir. En 1994, l'Allemagne devrait réussir à stabiliser ses parts de marché et en gagner en 1995, d'autant que sa spécialisation en biens d'équipement lui est favorable en période de reprise chez ses partenaires commerciaux. La progression des importations devrait rester plus modérée, dans la mesure où elle répond à l'évolution de la demande totale, où la consommation tient une part importante.

Au mieux, la reprise des exportations éviterait à l'activité de chuter de nouveau début 1994. Mais le retournement conjoncturel ne devrait se produire qu'à la mi-1994. Dans l'ensemble, 1994 devrait se solder par une croissance inférieure à 0,5 % et la reprise de 1995 risque fort d'être modérée.

L'économie française entre récession et reprise

Le redressement de l'économie française s'observe essentiellement dans les enquêtes d'opinion. Les perspectives de production dans l'industrie se sont améliorées au point de devenir positives, qu'il s'agisse des perspectives personnelles ou générales. Les stocks sont jugés moins excessifs. Les carnets de commande ont cessé de se dégrader mais leur redressement est encore ténu. Les industries de biens intermédiaires ont amplifié ces mouvements : les stocks se sont nettement allégés dans ce secteur depuis la mi-93 et la remontée des commandes intérieures et étrangères s'est alors rapidement transmise à la production. La confiance des consommateurs se rétablit un peu, après avoir été fortement entamée au premier semestre 1993.

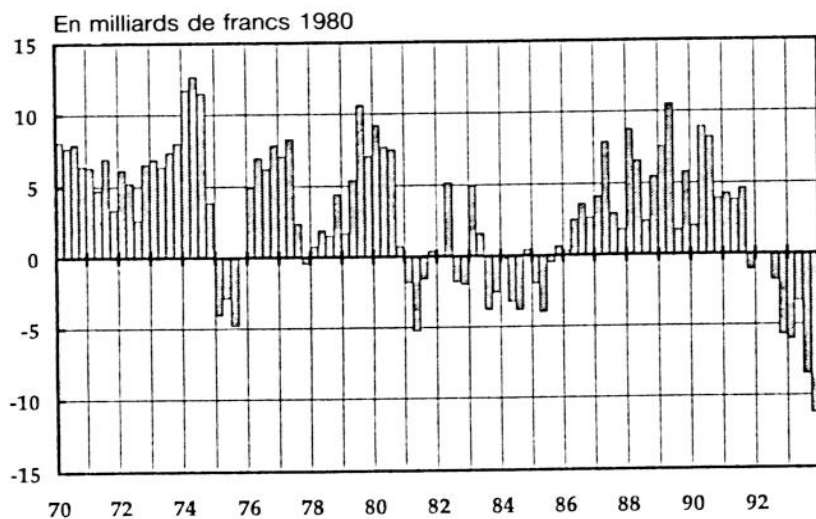
Les évolutions quantitatives traduisent encore peu ces anticipations. La production manufacturière a reculé de 1,4 % au quatrième trimestre 1993 et la consommation des ménages en produits industriels de 2 %. La reprise des ventes d'automobiles au début de 1994 à la suite des mesures qui l'ont favorisée, a été partiellement compensée par un repli des ventes du grand commerce.

Signes encourageants des meilleures anticipations des entreprises : les demandes d'emplois à la suite de licenciements reculent ; le chômage partiel se replie également. En l'absence de regain significatif de la demande finale, les stocks constituent la variable majeure de l'ajustement en cours.

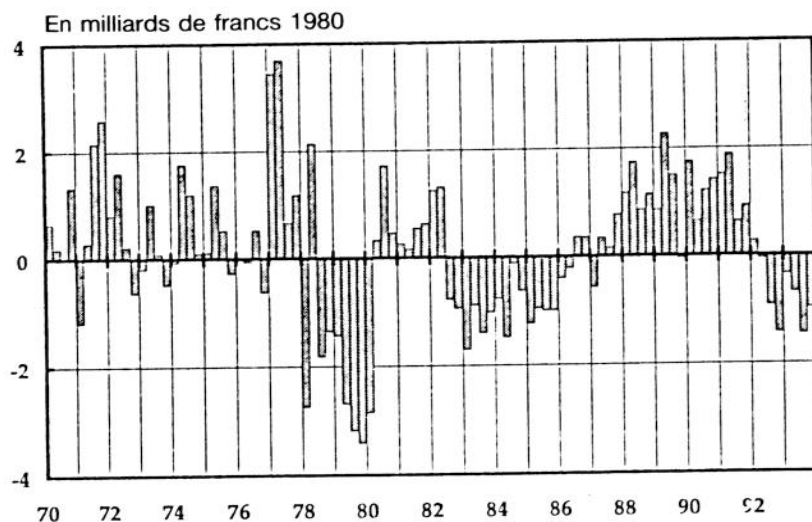
Un déstockage massif en 1993

La faiblesse de la demande finale et le sous-emploi des moyens de production ont largement réduit le niveau nécessaire des stocks, car les délais de livraisons sont devenus de plus en plus courts avec le repli d'activité. Les évolutions nominales ont renforcé ces tendances : les baisses de prix dévalorisaient les stocks existants et l'anticipation d'une poursuite des baisses de prix incitait à reporter les approvisionnements. Simultanément, les niveaux de taux d'intérêt favorisaient les placements plutôt que les immobilisations.

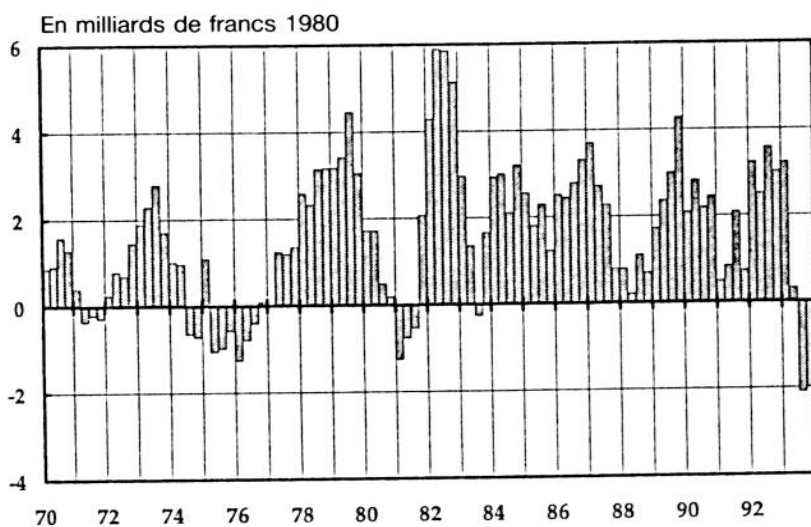
Le déstockage, qui a débuté à la fin de 1992, après deux années de repli de la formation de stocks, a contribué pour 1 point au recul du PIB en 1993. C'est une évolution remarquable au regard de la longue période. Le déstockage des produits manufacturés fut le plus massif (graphique 26). Il a concerné surtout les biens intermédiaires et dans une moindre mesure les biens d'équipements professionnels et les biens de consommation courante. Les constructeurs automobiles en revanche ont vu leurs stocks s'alourdir face au repli des immatriculations (- 18,3 %).



26. Variation des stocks de produits manufacturés



27. Variation des stocks de produits agricoles



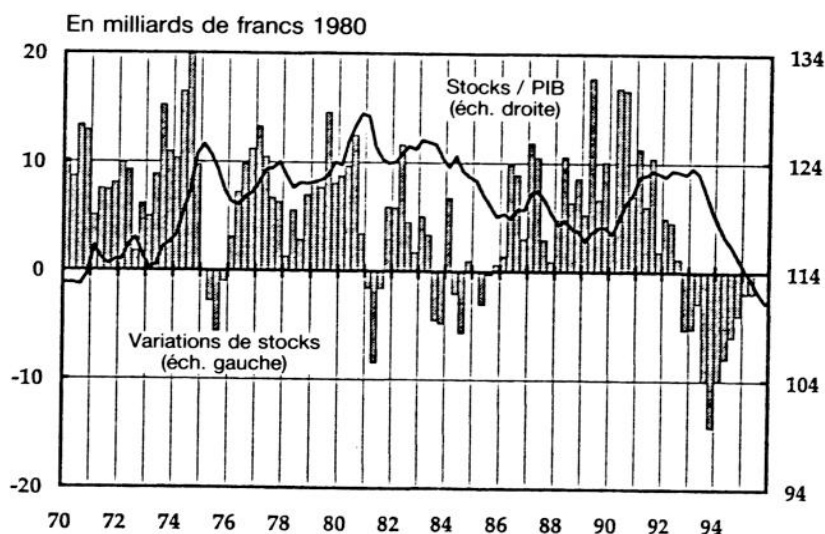
28. Variation des stocks de produits du bâtiment / génie civil

Source : INSEE.

L'ampleur de ce mouvement dans l'industrie a surpris, d'autant qu'il fut le plus intense au second semestre. Or les enquêtes de conjoncture qualitatives ne laissaient pas entrevoir une telle ampleur. Certes les stocks étaient jugés excessifs jusqu'au milieu de 1993, mais guère davantage qu'au début des années quatre-vingt ; cela n'avait pas, alors, conduit à un tel déstockage. Il n'est pas exclu que le mouvement ait été exagéré par les comptes nationaux, du fait de la sous-estimation des importations à la suite de l'instauration du marché unique intra-européen. La tendance est réelle mais l'ampleur est peut être amplifiée. Les stocks agricoles et les stocks de bâtiments ont aussi été réduits (graphiques 27 et 28).

Au cours des prochains trimestres, le déstockage devrait être progressivement réduit puis s'interrompre vers la mi-1995. Le raffermissement de la demande finale et le redressement des prix des matières premières industrielles (ceux des biens intermédiaires ont déjà cessé de baisser au début de 1994) y contribueront à court terme. Plus généralement, la modernisation des systèmes productifs depuis le début des années quatre-vingt a permis que la gestion des stocks soit plus rationnelle. Moins de stocks sont nécessaires par unité produite ; à l'extrême, les systèmes de flux tendus gèrent stocks et production en temps réel. Le recul du ratio stocks/PIB est significatif ; il s'est interrompu au début des années quatre-vingt-dix quand le ralentissement économique, puis la récession, ont surpris par leur rapidité et leur ampleur. L'ajustement de 1993 fut brutal et devrait se poursuivre. Les petites entreprises restent contraintes financièrement par la restriction bancaire, tandis que les plus grandes continuent de rationaliser la gestion. Là où les stocks s'étaient encore alourdis en 1993, comme dans l'automobile, l'ajustement devrait être rapide : le regain de demande consécutif aux mesures d'aide gouvernementales devrait accélérer le déstockage. Cela prolongera le déstockage global (graphique 29). Le simple ralentissement du déstockage puis son arrêt contribueront positivement à la croissance du PIB, de 0,1 point seulement en 1994 et de 0,7 point en 1995.

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



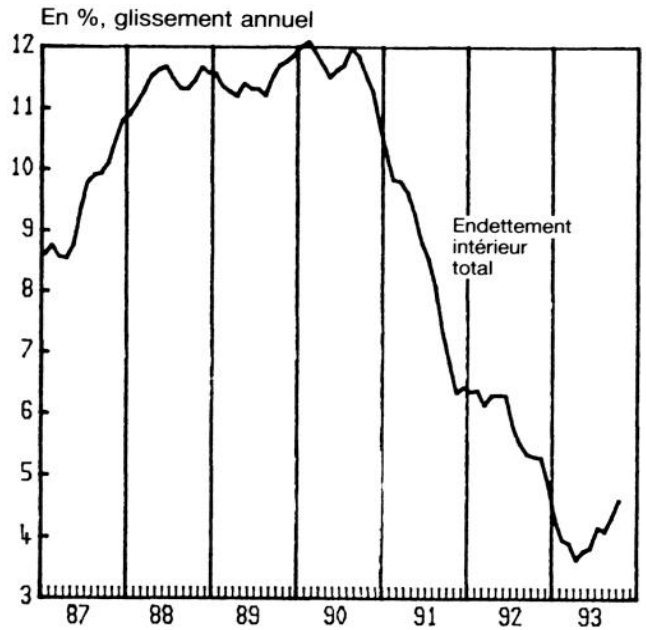
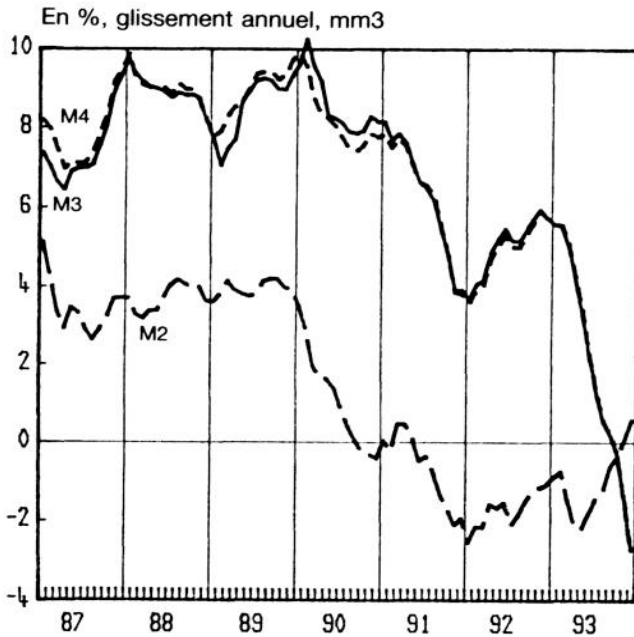
Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Politique économique : détente des taux d'intérêt...

Le gouvernement en place depuis mars 1993 tente de concilier dans sa politique économique plusieurs objectifs : la défense du franc, la baisse des taux d'intérêt, le soutien de l'activité économique, la limitation du déficit public, la baisse des prélèvements obligatoires. Ces objectifs étant parfois contradictoires, cela l'a conduit à faire preuve d'un assez grand pragmatisme. Tout en s'adaptant à la situation conjoncturelle marquée par une récession dont l'ampleur n'a été perçue qu'avec retard, il a cherché à maintenir son cap : tendre vers l'objectif de satisfaction des critères de convergence de Maastricht, dans leur esprit sinon dans leur lettre, et par delà, vers la mise en place à la fin du siècle d'une monnaie européenne unique.

Dans ces conditions, sur le plan monétaire, la priorité reste le maintien de la parité franc/mark dans le cadre du SME. Malgré la crise monétaire de juillet 1993 qui a amené un tel élargissement des marges de fluctuation entre les devises que le système s'apparente de facto à un régime de changes flottants, la politique monétaire française a continué à faire de l'objectif externe son déterminant premier. Bien que l'inflation soit désormais inférieure à 2 %, qui est le taux affiché par les autorités monétaires comme le plus compatible avec une croissance harmonieuse, la Banque de France n'a réduit que lentement ses taux d'intervention, si bien que sur le marché monétaire le Pibor n'a baissé que de 1,4 point entre août et décembre 1993 (de 7,9 % en août à 6,5 % en décembre). Cette prudence a été confirmée par le nouveau Conseil de politique monétaire mis en place en janvier 1994 et en charge de la définition de la politique monétaire au sein d'une Banque de France devenue indépendante. Désireux de multiplier les indicateurs, le Conseil a abandonné la stratégie de définition d'une évolution souhaitable pour M3, pour préférer se donner un objectif d'inflation (2 %), un objectif de croissance nominale du PIB (5 %) et un objectif de change sur le long terme. Il a décidé de suivre plusieurs indicateurs monétaires comprenant comme précédemment M3, mais y adjoignant en particulier l'endettement intérieur total. Ce dernier, plus large que M3 et ses contreparties, continue à s'accroître alors que M3 a baissé en 1993 (la baisse fut de 1,6 % en moyenne trimestrielle centrée alors que l'objectif fixé en début d'année 1993 était de + 4 à + 6,5 %). L'endettement intérieur total augmente au rythme de 4 % par an, principalement à cause du niveau élevé du déficit public (graphique 30). Le Conseil de politique monétaire inscrit sa démarche dans la continuité et attend de sa politique une réduction des taux d'intérêt à court terme parallèle à celle prévisible en Allemagne. La valeur moyenne du Pibor devrait ainsi passer de 8,6 % en 1993 à 5,8 % en 1994 et 4,2 % en 1995. Cette baisse permettra le retour à une hiérarchie normale taux longs/taux courts à la mi-94, qui est un des éléments essentiels de la reprise.

30. Masse monétaire et endettement intérieur total



Sources : Banque de France, calculs OFCE.

... assouplissement budgétaire grâce aux ressources de privatisation...

Déterminé à réduire de façon significative les déficits publics, le gouvernement a procédé dès sa mise en place à des augmentations d'impôts, notamment au profit de la Sécurité sociale dont le déficit risquait d'atteindre 70 milliards de francs en 1993, selon les estimations contenues dans le Rapport Raynaud. Pourtant, confronté à la récession, il a rapidement réorienté son action et décidé des mesures de relance associant réductions d'impôts et accroissement des dépenses d'investissement. Pour financer cette relance tout en essayant de limiter l'accroissement de l'endettement de l'Etat (accroissement qui sera quand même de 40 % entre fin 1992 et fin 1994), il a recours à un vaste programme de privatisations. Arrêté par une loi de juillet 1993, ce programme porte sur cinq ans, la durée de la législature, et reprend en partie celui de 1986 interrompu à la suite des élections de mai 1988. Il se distingue pourtant des opérations de l'époque par la nature des entreprises vendues, par l'emploi des fonds collectés et par l'ampleur du programme définitivement établi.

En 1986, les privatisations avaient donné lieu à une tentative de redéfinition du rôle de l'Etat dans l'économie. Jugé excessif (surtout après les nationalisations de 1981 qui avaient conduit 25 % de la main-d'œuvre du secteur manufacturier à travailler dans une entreprise publique, et 34 % de l'ensemble des salariés à dépendre d'une entité publique), ce rôle devait être réduit à des activités non marchandes ou

obéissant à des impératifs d'intérêt national. En 1993, les critères semblent faire fi des considérations d'ordre politique pour se conformer à une logique stricte de marché : sont appelées à être privatisées toutes les entreprises à même de dégager des bénéfices et donc de trouver facilement preneur. A l'issue du programme actuel de privatisations, seules EDF et la Banque de France, parmi les entreprises encore contrôlées par l'Etat, dégageront des résultats positifs.

En 1986, le produit des privatisations avait été affecté à des opérations patrimoniales de l'Etat (tableau 6). Depuis 1993, le produit a été affecté pour l'essentiel au financement des dépenses courantes : sur les 100 milliards de francs que doivent rapporter les privatisations en 1993/1994, 68 seront utilisés comme ressources directes du budget général, et donc comme moyen de couvrir le besoin de financement de l'Etat et de réduire le déficit. Cela permet en particulier à l'Etat d'éviter de multiplier les emprunts. Lorsque le programme voté en 1993 sera achevé, l'Etat aura vendu pour 250 milliards de francs d'actifs qui lui rapportaient environ 6 milliards de francs par an de dividendes et aura évité un accroissement de la dette d'autant, qui aurait engendré 15 milliards de francs de charge d'intérêts, sur la base des taux d'intérêt actuels. Tout en affichant un déficit en recul — en 1994 il doit baisser de 17 milliards de francs par rapport à 1993 — il aura maintenu un certain volume de dépenses publiques favorable à la reprise.

6. Produit des privatisations de 1986/88

En milliards de francs

Produit des privatisations		Emploi	
1986/1987	71	Caisse d'amortissement de la dette publique	47
Reliquat 1988	6	Indemnisation des nationalisations de 1981	7
		Recapitalisation d'entreprises publiques	23
Total	77	Total	77

Source : Ministère des finances.

Enfin, alors qu'en 1986, le gouvernement avait cherché à étaler les privatisations dans le temps pour limiter la ponction sur le marché financier, en 1993, il a procédé à des ventes au montant très élevé comme Elf (33 milliards de francs) qui représente 2,5 fois la plus forte vente de 1986. Il a été encouragé dans ce sens par le succès de l'emprunt de juillet 1993 (emprunt « Ballardur ») qui a drainé 110 milliards de francs pour 40 attendus. Si jusqu'à présent l'augmentation des volumes vendus n'a pas posé de problème puisque la demande a toujours été supérieure à l'offre, et que la privatisation d'Elf a touché trois

millions de souscripteurs ⁽²¹⁾, on constate toutefois une réduction sensible du ratio entre l'apport des épargnants et la valeur des entreprises vendues (tableau 7). Cette diminution traduit un réel tassement de la demande en actions d'entreprises privatisées face à une augmentation du volume des privatisations. En outre, la baisse de la Bourse de Paris depuis le début 1994 semblerait indiquer que l'Etat a raréfié les disponibilités financières. Cela risque de l'amener à réduire son programme, qui s'annonçait très ambitieux (d'ici la fin 1994, les AGF, l'UAP, Bull, Renault et RMC).

7. Souscription des privatisations

Entreprises (date de privatisation)	Montant placé auprès des épargnants* (2)	Montant des actions demandées* (3)	Taux de souscription (3/2)
Saint-Gobain (12/86)	6,3	86,3	13,7
Paribas (1/87)	6	240	40
Alcatel (5/87)	8	60	7,5
Société générale (8/87)	8,5	45	5,3
BNP (10/93)	9	47	5,2
Elf (2/94)	12,7	37	2,9

* En milliards de francs
Source : Ministère des finances.

Ressources temporaires, les privatisations ont permis une politique budgétaire expansionniste pendant la phase de récession ⁽²²⁾. L'impact du pré-financement des privatisations par l'emprunt Balladur et des décisions prises dans l'emploi des fonds ainsi mobilisés était évalué à une augmentation du PIB de 0,3 % en 1993 et 0,3 % de nouveau en 1994 et à une création nette de 50 000 emplois sur deux ans. Par la suite, après le vote d'une loi de finances légèrement restrictive à l'automne, le séminaire gouvernemental de janvier s'est attaché de nouveau à soutenir une activité renaissante en renforçant la demande ; il a prévu une aide de 5 000 F pour l'achat d'une automobile se substituant à un véhicule de plus de dix ans, une baisse de 0,7 point des taux d'intérêt des plans d'épargne-logement, des créations d'emplois pour protéger l'environnement ou améliorer la sécurité dans les transports (700 postes à la RATP). Ces mesures sont venues en compléter d'autres, parfois dictées par une contrainte de nature plus politique (comme les dépenses d'investissement en matière scolaire ou les réductions de charges sociales en faveur des pêcheurs). L'ensemble contrebalancera en fin de compte l'impact légèrement restrictif de la loi de finances votée à l'automne. Au total, après les décisions restrictives du tout début de la législature concrétisées par le collectif budgétaire de mai 1993, la séquence de décisions prises, du lancement de l'emprunt « Balladur » au séminaire gouvernemental de janvier 1994, a assuré une évolution de la demande publique qui a permis d'amortir la récession et d'accélérer la reprise.

(21) Ce chiffre n'a été dépassé qu'une seule fois lors de la privatisation de la Banque de Paris et des Pays-Bas (3,8 millions de souscripteurs).

(22) « Budget 1994 : entre relance et reprise ? », *Lettre de l'OFCE*, n° 121, novembre 1993.

A moyen-long terme, l'objectif du gouvernement reste le retour à l'équilibre budgétaire ou tout au moins à la réalisation des critères de Maastricht qui prévoient un besoin de financement public inférieur à 3 % du PIB. C'est pourquoi il a fait adopter par le Parlement fin 1993 une loi de programmation des finances publiques qui va dans le sens de la rigueur et planifie un déficit budgétaire en 1995 de 267 milliards de francs. Cet objectif est ambitieux puisqu'il suppose en 1995 une stabilisation des dépenses de l'Etat en francs courants ; cela induit une baisse en francs courants de 0,7 % des dépenses hors dette, ce qui correspond à une baisse des dépenses hors dette et hors masse salariale de 4 %. Après avoir joué un rôle contra-cyclique limité mais réel et bienvenu pendant la récession, l'Etat réduira ses dépenses en 1995 et privilégiera le retour à une situation financière moins déséquilibrée.

... mais restrictions accrues pour les budgets sociaux

La dérive la plus sensible constatée en matière de comptes publics demeure celle de la Sécurité sociale. De 1990 à 1993, elle a accumulé 101 milliards de déficit. Disposant de ressources assises sur une masse salariale qui progresse de plus en plus lentement, la Sécurité sociale doit faire face à des dépenses qui augmentent plus rapidement que le PIB et voit donc sans cesse se creuser ses déficits. Depuis le printemps 1993, les pouvoirs publics ont adopté une série de mesures pour contenir cette dérive :

- augmentation de 1,3 % de la CSG en juillet 1993 ;
- création à la même date d'un fonds de solidarité vieillesse libérant la Sécurité sociale de tout versement de pensions relevant de la solidarité pure, et financé par la CSG et les droits sur les alcools ;
- modification du mode de calcul des retraites en novembre 1993 ;
- économies décidées en novembre 1993 sur les dépenses de santé pour un montant supposé en 1994 de 28 milliards de francs ;
- prise en charge des dettes de la Sécurité sociale par l'Etat à hauteur de 110 milliards de francs fin 1993 ;
- versement dès le premier semestre 1994 des 214 milliards de francs dus chaque année à des titres divers par l'Etat à la Sécurité sociale, afin de lui permettre des gains de trésorerie ;
- réexamen de la carte hospitalière et rationalisation de la gestion du nombre de lits devant conduire à la suppression de 22 000 d'entre eux.

Par ailleurs, les partenaires sociaux ont cherché les moyens de contenir les déficits des régimes complémentaires de retraite. L'accord AGIRC a, dans la ligne des décisions prises pour les retraites du Régime général, prévu toute une série de dispositions qui combinent hausse des cotisations (8 milliards de francs en 1994) et réduction des droits des futurs retraités. Malgré ces mesures qui devraient réduire — avec les décisions prises à l'UNEDIC — à 4,2 % la hausse de l'ensemble des prestations sociales, la Sécurité sociale risque d'être encore en lourd déficit en 1994 (tableau 8).

8. Déficit de la Sécurité sociale en 1994

En milliards de francs

Déficit initialement prévu dans le rapport Raynaud	89
Augmentation de la CSG	- 51
Economies décidées à l'automne 1993 (« plan Veil »)	- 28
Perte sur cotisations liée à une évolution des salaires en 1993 et 1994 moindre que prévu	+ 34
Prise en charge de l'allocation supplémentaire de rentrée scolaire créée en juillet 1993	+ 6
Diverses charges nouvelles (dont intérêts dus à l'Etat)	+ 10
Déficit probable en 1994	60

Sources : Rapport Raynaud, calculs OFCE.

Le redressement des comptes sociaux ne pourra se faire que grâce à un retour à une croissance forte susceptible d'entraîner une augmentation soutenue de la masse salariale, et/ou une augmentation des taux de cotisation. C'est pourquoi dans cette prévision nous avons prévu une hausse de la CSG de 1,1 % au 1^{er} juillet 1995.

L'UNEDIC a connu en 1993 des difficultés de même nature que la Sécurité sociale (hausse du nombre de prestataires, ralentissement de l'évolution des salaires et donc des rentrées de cotisations). Pour résoudre ces problèmes, les partenaires sociaux et l'Etat ont mis au point un plan de redressement assez drastique, assis sur des économies de prestations, une hausse des cotisations, une subvention de l'Etat de 10 milliards de francs et la consolidation financière de l'UNEDIC. Celle-ci passera par le lancement sur le marché d'un emprunt à long terme, correspondant à la partie non prise en charge par l'Etat du découvert en banque, soit 22 milliards de francs. Compte tenu de l'accord de juillet 1993, la prestation moyenne par chômeur baissera de 5 % en 1994 et le régime dégagera un léger excédent. Le ralentissement du chômage attendu de la reprise devrait permettre d'assurer le maintien de l'équilibre en 1995.

En 1994, le besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques devrait être de 5,9 % du PIB, dont 0,8 point sera financé par les privatisations. Lors de la relance de 1975, il avait culminé à 2,4 % et en 1981/1982 à 3,2 %. L'excédent commercial important que connaît le pays a fait disparaître la contrainte extérieure qui interdisait alors des relances plus vigoureuses. Il a permis à l'Etat de laisser filer le déficit jusqu'à des niveaux ignorés depuis le milieu des années cinquante et de soutenir l'activité. Avec la reprise, la volonté de long terme des autorités publiques de réduire les déficits va l'emporter, mais la politique monétaire, particulièrement restrictive sur les deux dernières années, retrouvera dans la foulée de la baisse des taux allemands un caractère plus favorable à la croissance.

La hausse du revenu réel des ménages restera limitée par le recul puis la simple stabilisation des effectifs

Au cours de 1993 les augmentations de salaires se sont ralenties. Au troisième trimestre 1993 les salaires nominaux perçus par les ménages ne s'accroissaient qu'à un rythme de 2,2 % en moyenne annuelle. Le taux de salaire horaire ouvrier n'a progressé que de 2,3 % après 3,5 % en 1992. Mais surtout, les gains de pouvoir d'achat qui s'établissaient à 1,6 % en moyenne en 1992, n'ont été que de 0,6 % en 1993. La faiblesse de l'activité et le chômage expliquent ces évolutions. Les capacités de négociation des salariés se sont amoindries corrélativement à leurs craintes sur l'évolution de l'emploi. Le fort recul des accords d'entreprises, et plus spécifiquement des accords salariaux, signés fin 1992 et début 1993, en témoigne. De plus l'atonie de la conjoncture n'a pas favorisé la distribution de primes ou l'accélération des carrières.

La hausse du taux de salaire horaire devrait se stabiliser en moyenne annuelle à + 2 % en 1994 et 1995. L'inflation se réduisant dans le même temps, les gains de pouvoir d'achat seraient de 0,3 % en 1994, puis s'amplifieraient un peu à 0,6 % en 1995. Nous avons supposé que le SMIC serait réévalué d'un montant équivalent à l'inflation aux mois de juillet 1994 et 1995, même si les seuils de déclenchement n'étaient pas franchis. La fonction publique, aussi bien par des augmentations salariales individuelles supérieures à la moyenne (+ 2,6 % en 1994 et + 2,7 % en 1995 en termes nominaux), que par des progressions d'effectifs, contribue à limiter la dégradation de la masse des salaires versés aux ménages.

En 1994, la masse des salaires bruts perçus par les ménages perdrait encore 0,2 point de pouvoir d'achat à cause du recul des effectifs, comme en 1993. Les salaires nets diminueront plus encore, en raison de l'alourdissement des cotisations sociales, et perdront 0,3 point de pouvoir d'achat en 1994. En 1995 cependant, l'amélioration de la conjoncture et une stabilisation de l'emploi, redonneront aux salariés des gains de pouvoir d'achat, puisque la masse des salaires bruts et des salaires nets progresserait de 1 % en volume.

Les prestations sociales continueraient de croître à un rythme élevé, en raison notamment de la dérive naturelle des retraites, et leur pouvoir d'achat s'accroîtrait d'environ 2,5 % en 1994 et 1995, après 4,2 % en 1993. La moindre progression par rapport aux années antérieures proviendrait de la réalisation des économies prévues par le plan Veil de réduction des dépenses de santé. Les cotisations sociales progresseraient encore fortement, de même que les impôts. L'extension en année pleine de la CSG et la hausse des impôts locaux expliquent la progression relativement forte des impôts en 1994, en dépit des allègements d'impôts sur le revenu. La CSG pourrait être augmentée à la mi-1995 afin de réduire les déficits sociaux. Cela pèsera fortement sur le revenu des ménages au deuxième semestre de l'année 1995.

L'excédent brut d'exploitation des ménages devrait continuer de se tasser dans la logique du mouvement cyclique qui préside à la sortie de récession : ainsi le pouvoir d'achat de l'EBE devrait diminuer de 0,3 % en 1994 puis 0,9 % en 1995. Les modifications des taux d'intérêt devraient également influencer négativement sur les revenus. Au total le revenu disponible réel des ménages croîtrait de 0,5 % en 1994 puis 1 % en 1995, alors qu'en 1993 il avait enregistré une progression de 1,2 %. Celle-ci était cependant essentiellement due à celle des prestations sociales (tableau 9).

9. Croissance du revenu réel des ménages

En %

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

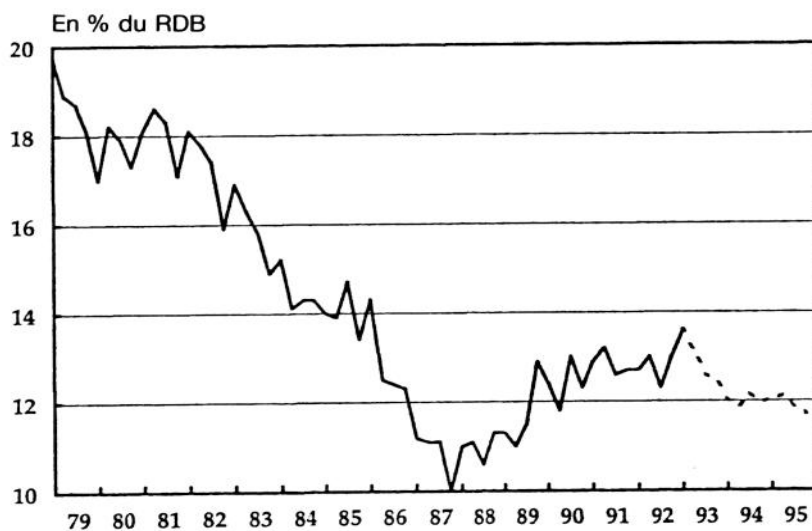
Sources : INSEE, prévisions OFCE.

La consommation progressera modérément

En 1993 la croissance de la consommation des ménages a continué de s'amenuiser : 0,8 % en volume après 1,7 % en 1992, très en-deçà de la tendance de 3 % observée entre 1986 et 1990. La consommation de produits manufacturés a particulièrement subi ce repli : elle a diminué de 0,8 % en moyenne en 1993, après une croissance très modérée de 1,5 % l'année précédente. Les biens durables, et particulièrement l'automobile, ont été encore plus affectés, puisqu'après une croissance déjà fort modeste de 1,3 % en 1992, le recul de la consommation des ménages atteint 6,3 % en moyenne en 1993 pour les biens durables.

L'atonie de la consommation provient de ce que les ménages qui ont des disponibilités préfèrent les épargner, tandis que ceux qui ont des besoins de consommation plus importants sont contraints par la stagnation du salaire, ou frappés par la montée du chômage. Cette contrainte diminue directement les possibilités de consommation en même temps qu'elle restreint les possibilités d'endettement. Le taux d'épargne s'est donc encore légèrement accru et atteint 12,9 % en moyenne en 1993.

La consommation demeurerait assez peu dynamique dans la première phase de la reprise. Dopée en début d'année 1994 par les incitations nées des mesures Balladur sur les véhicules neufs, et par une légère inflexion du taux d'épargne, elle progresserait ensuite à un rythme voisin de celui des gains de pouvoir d'achat du revenu disponible. Les évolutions de taux d'épargne proviendront essentiellement d'un lissage de la consommation (graphique 31). La progression de la consommation s'accélérationnerait néanmoins progressivement au cours de 1995, lorsque l'emploi aura cessé de se dégrader, et cela en dépit de l'augmentation prévue des prélèvements sociaux au deuxième semestre de l'année. Le rythme de croissance annuel de la consommation des ménages à l'horizon de la prévision serait de l'ordre de 2 %, ce qui correspondrait à un taux d'épargne des ménages de 11,7 %.



31. Taux d'épargne des ménages

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

La croissance de la consommation pourrait aller de pair avec une progression des crédits de trésorerie. En effet, les ménages se sont considérablement désendettés depuis 1991. L'encours total des crédits de trésorerie n'a pratiquement pas varié en valeur nominale depuis 1991 ; les crédits distribués par les banques se sont cependant considérablement contractés à l'automne 1993. Au total, si l'on ajoute les crédits à l'habitat et ceux de trésorerie consentis aux particuliers, leur taux d'endettement (encours / RDB) est revenu à moins de 38 % du RDB,

3. Mesures de soutien à l'automobile : aubaine ou relance ?

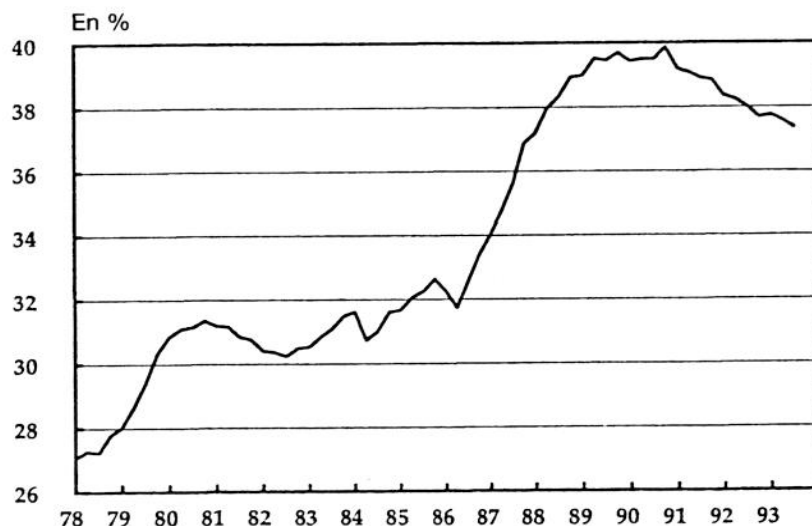
Au mois de janvier 1994 le gouvernement a mis en place deux mesures de soutien à l'automobile : l'une consiste en une prime de 5 000 F à la reprise des véhicules de plus de dix ans en l'échange de l'achat d'un véhicule neuf, l'autre en un relèvement des plafonds d'amortissement de 65 000 F à 100 000 F pour les véhicules de société.

Déjà envisagée voici quelques années, la prime à la reprise des véhicules de plus de dix ans visait alors à assainir le parc automobile dans l'optique d'une amélioration de la sécurité. Sans que cette conséquence bénéfique soit absente, la mesure est aujourd'hui présentée comme devant favoriser la relance à court terme de la consommation d'automobiles. Avec 1,72 million de voitures particulières vendues en 1993, le secteur a en effet connu sa pire année depuis 1985. Une meilleure pénétration à l'exportation et les gains de productivité accumulés depuis des années dans ce secteur auront néanmoins permis aux deux constructeurs français d'éviter globalement les pertes en 1993 après de nombreuses années de forts bénéfices, et cela en dépit de la chute des ventes et de l'accumulation des stocks depuis 1990.

Au cours des mois récents, les prévisions pour ce secteur s'étaient redressées : le nombre des ménages anticipant l'achat d'un véhicule neuf s'était sensiblement élevé, et les prévisions des constructeurs français étaient légèrement revues à la hausse, atteignant +4 à +5 %, soit 1,8 million de véhicules vendus en France en 1994. Comme l'indiquent déjà les premiers chiffres, de nombreux acheteurs semblent avoir profité de la mesure gouvernementale. Pour l'heure, son impact porte essentiellement sur les petits véhicules puisqu'elle est forfaitaire, et favorise donc moins que l'on aurait pu le penser la consommation globale. La contribution de la mesure est difficile à estimer, de nombreux ménages risquant de profiter de l'opportunité ainsi offerte sans que celle-ci ait motivé la décision d'achat. Sur la base des premières estimations, le Ministère de l'industrie anticipe que 180 000 à 190 000 ménages bénéficieront de la mesure et que le marché atteindrait alors 1,9 million de véhicules en 1994, soit une hausse de 10,5 % par rapport à l'année précédente. Les effets diffèrent selon les gammes ; la mesure rend attrayante l'achat de véhicules de petites cylindrées, ce qui risque par contre coup de réduire les achats de milieu de gamme et d'engorger le marché de l'occasion sur ce segment.

Par ailleurs il ne faut pas exclure que la mesure de reprise, en anticipant un certain nombre d'achats, se traduise dans le courant de l'année par un contrecoup du type de celui observé entre fin 1992 et 1993 lors de la levée des avantages fiscaux sur les pots catalytiques. En effet, de nombreux constructeurs accordent pour le moment des primes à l'achat plus importantes encore que celle du gouvernement, politique qu'ils ne devraient pas pouvoir maintenir jusqu'en 1995, qui est l'horizon prévu pour pouvoir bénéficier de la prime gouvernementale.

alors qu'il se situait à près de 40 % en 1989-1990 ⁽²³⁾. Aussi, même si la politique des banques demeure beaucoup plus sélective qu'elle ne le fut à la fin des années quatre-vingt, une partie des ménages a recouvré une situation financière plus saine, qui devrait permettre de financer par le crédit des acquisitions de biens durables (graphique 32).



32. Taux d'endettement des particuliers ⁽¹⁾

(1) Encours de crédits des particuliers (hors entreprises individuelles) / RDB

Sources : Banque de France, INSEE, calculs OFCE.

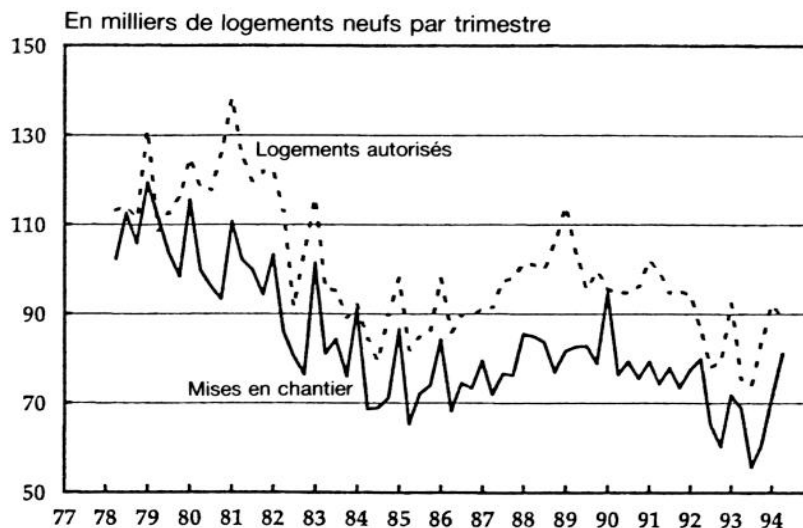
La reprise du logement

Au début de 1994 les conditions semblent réunies pour voir poindre une reprise du secteur immobilier. Les mises en chantier de logements neufs ont atteint un point bas au milieu de 1993. Leur rythme est redevenu croissant au cours du second semestre de l'année, et le nombre de chantiers ouverts mensuellement est demeuré croissant depuis cette date (graphique 33). Il faut cependant se garder de l'euphorie, car les niveaux demeurent bas, et la demande solvable encore relativement étroite, puisque très spécifique. De surcroît, un mouvement de sens et d'ampleur similaires était déjà intervenu au deuxième semestre 1992. Mais le contexte était alors beaucoup moins favorable : ménages fortement endettés, banques prudentes, taux d'intérêt élevés, prix encore déclinants, marchés financiers rémunérateurs.

Les enquêtes montrent qu'aujourd'hui les promoteurs perçoivent une demande vigoureuse, ce qui n'était pas véritablement le cas alors. Ils ont consenti des baisses de prix conséquentes leur permettant d'achever le

(23) Les taux d'endettement sont plus élevés si l'on considère non pas les seuls particuliers, mais l'ensemble des ménages, y compris les entreprises individuelles.

33. Construction de logements



Le premier point de 1994 est obtenu par l'addition des mois de décembre 1993, janvier et février 1994

Sources : Ministère du logement, calculs OFCE.

dégonflement — ininterrompu depuis 1991 — de leurs stocks de logements, retrouvant un niveau comparable à celui de 1986. Les perspectives de prix s'étant stabilisées au second semestre 1993, les anticipations baissières cessent de faire obstacle à la demande solvable. Celle-ci s'est dans le même temps un peu accrue dans la mesure où de nombreux ménages se sont désendettés. Même si la précarité de la situation de certains ménages s'est aggravée, d'autres sont parvenus à épargner et se tiennent à l'affût de bonnes affaires, ou de placements rémunérateurs, pour investir cette épargne. Du point de vue des banques, qui ont baissé leurs taux d'intérêt, même si elles ont souvent durci leurs conditions de crédit, cette clientèle est redevenue attractive. Ces tendances sont d'autant plus marquées que le repli des taux d'intérêt joue également dans le sens d'une moindre attractivité des placements financiers. De plus l'accumulation depuis deux ans de mesures gouvernementales d'aide et de relance a un impact certain.

En conséquence, les ventes de logements se sont nettement redressées à la fin de 1993. Il ne faut pourtant pas exclure qu'une grande partie de cette reprise soit d'ordre purement technique dans la mesure où les ajustements à la baisse des prix, des crédits, et de la demande ont certainement été exagérés dans certains secteurs. De plus, les conditions de demande et d'offre qui soutiennent aujourd'hui la reprise pourraient rapidement la faire plafonner. L'embellie du logement ne peut en effet pour le moment suffire à absorber les difficultés persistantes de l'immobilier de bureau.

Néanmoins la situation apparaît assez saine. Elle redonne de l'optimisme aux opérateurs, qui vont jusqu'à anticiper une nette reprise de leurs mises en chantier, voire un redémarrage des prix à l'horizon 1995. Les mises en chantier, dont on constate la reprise, pourraient constituer un soutien durable de l'activité économique.

Une désinflation accrue

En 1993 l'inflation a été modérée. Le glissement annuel de l'indice des prix a légèrement progressé (de 1,9 à 2,1 %), tandis que la moyenne s'est repliée assez nettement de 2,4 à 2,1 %, malgré la hausse des taxes sur le tabac et les carburants. L'inflation sous-jacente — hors énergie et hors tabac — s'inscrit ainsi sur une tendance fortement déclinante : le glissement passe de 2,3 % à 1,5 % entre 1992 et 1993, tandis que la moyenne recule de 2,7 % à 1,7 %. Cette décélération concerne tous les postes, à l'exception des produits alimentaires dont les prix se sont stabilisés en 1993, après leur recul de l'année précédente. Les hausses devraient demeurer faibles à l'avenir, de l'ordre de 1 % en glissement annuel en 1995.

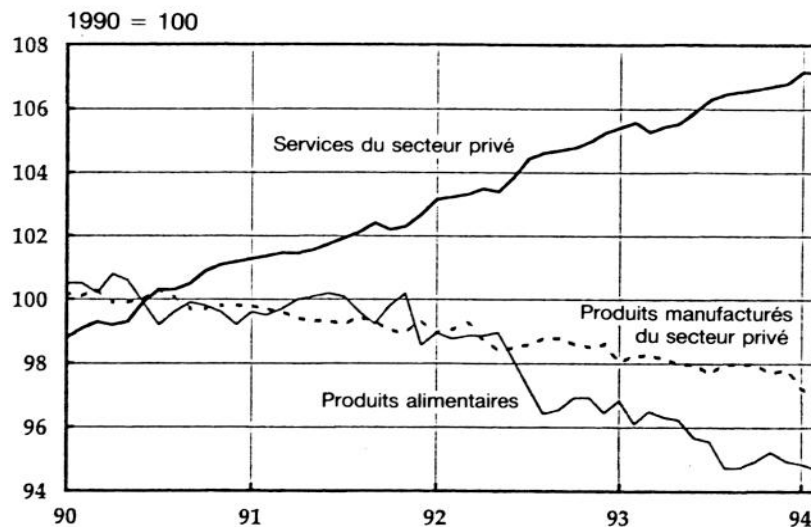
Les prix à la consommation des produits manufacturés du secteur privé finissent par retracer les fortes diminutions de prix des biens intermédiaires constatées depuis 1990 : ils progressent seulement de 1,1 % en 1993, après 1,4 % en 1992. La demande particulièrement faible a favorisé ce réajustement. Il se peut même qu'il ait été plus important, et que l'indice des prix des produits manufacturés soit surestimé, du fait d'une prise en compte partielle des nombreuses remises accordées par les commerçants. Les hausses devraient se stabiliser légèrement en dessous de 1 % en glissement annuel en 1994 et 1995, soit un faible niveau, puisque les gains de productivité et la croissance des volumes consommés à la faveur de la reprise, devraient permettre aux entreprises d'accroître spontanément leurs marges.

Dans le secteur des services, la décélération des prix s'est accentuée en 1993, passant de 4,8 % à 3,5 % en glissement annuel. Dans une conjoncture particulièrement défavorable, la dérive des prix relatifs des services par rapport aux autres biens s'est cependant un peu atténuée (graphique 34). Elle devrait encore se poursuivre, mais les prix des services du secteur privé tireront cependant toujours l'indice des prix vers le haut, leur taux de croissance pouvant s'établir à 2,5 % en 1994, voire 2 % en glissement à l'horizon de 1995.

Leur réajustement semblant réalisé, les hausses de tarifs publics redeviendront plus conformes à l'accoutumée, retrouvant un rythme de 1,7 % en 1994 et 1995, après avoir dépassé 2 % en 1992 et 1993. En dépit de l'alourdissement de fiscalité inhérent à la modification de l'indexation de la TIPP, les produits énergétiques devraient encore baisser en 1994 ; mais le redressement des cours du pétrole en 1995 se fera sentir vers la fin de la période. Outre les hausses des taxes sur le tabac, et l'impact de la TIPP au début de 1994, nous n'avons pas prévu de mesure fiscale supplémentaire.

Au total, l'inflation sous-jacente devrait se ralentir encore à 1,4 % en 1994 et 1995. Dans ces conditions la hausse de l'indice des 266 postes serait de 1,8 % en 1994 et 1,3 % en 1995 en glissement.

34. Evolution des prix relatifs ⁽¹⁾



(1) Rapport de l'indice de prix du groupe de produits considéré à l'indice global hors énergie

Sources : INSEE, calculs OFCE.

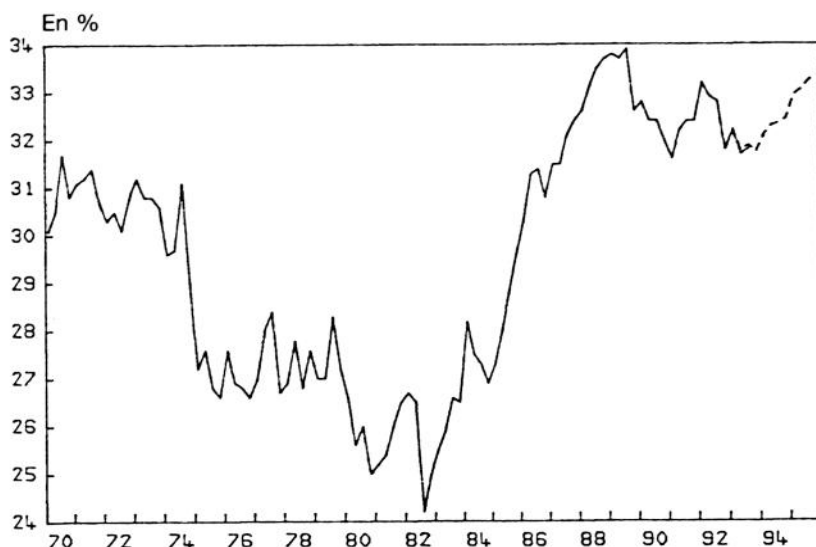
Les entreprises ont bien engagé leur désendettement

La chute de l'investissement des entreprises, amorcée en 1991 avec une baisse de 2,4 %, s'est accélérée en 1992 et 1993 avec des reculs respectifs de 5,2 % et 7,7 % ⁽²⁴⁾. Ce comportement restrictif des entreprises a eu pour corollaire une très forte montée de leur taux d'autofinancement, et l'apparition d'une capacité de financement, dans la mesure où parallèlement elles parvenaient à maintenir à haut niveau les marges d'exploitation (graphiques 35 et 36). Les résultats des entreprises ne semblent donc pas contraindre les dépenses d'équipement qui pourraient être supérieures.

L'insuffisance de la demande et la faible utilisation des capacités de production n'ont pas poussé au développement des dépenses d'équipement. Il faut encore rechercher dans la situation patrimoniale des sociétés, ainsi que dans les opportunités d'arbitrages financiers rendus possibles par le maintien de taux d'intérêt élevés, les raisons de la faiblesse de l'investissement physique. Ainsi que nous l'avons déjà noté dans de précédents travaux ⁽²⁵⁾, le ralentissement de l'activité au cours de l'année 1990 s'était accompagné d'une forte remontée des ratios d'endettement des sociétés, mouvement qui s'est prolongé jusqu'à la fin 1992. La fragilisation de leur situation patrimoniale incitait les entreprises à réduire leurs dépenses, par l'ajustement de l'emploi qui préservait les

(24) La baisse de 1993 serait proche de 8 % si, comme nous l'estimons, la reprise du quatrième trimestre s'avère moindre que celle estimée dans la première version des comptes trimestriels.

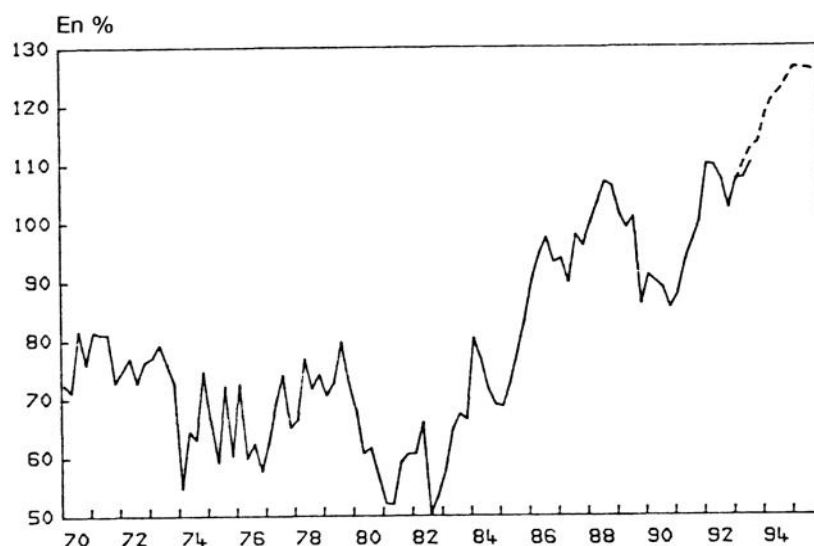
(25) « Entreprises : une situation à double face », *Lettre de l'OFCE*, n° 114, avril 1993.



35. Taux de marge des sociétés ⁽¹⁾

(1) Excédent brut d'exploitation / valeur ajoutée

Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.



36. Taux d'autofinancement des sociétés ⁽¹⁾

(1) Epargne brute / investissement

Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

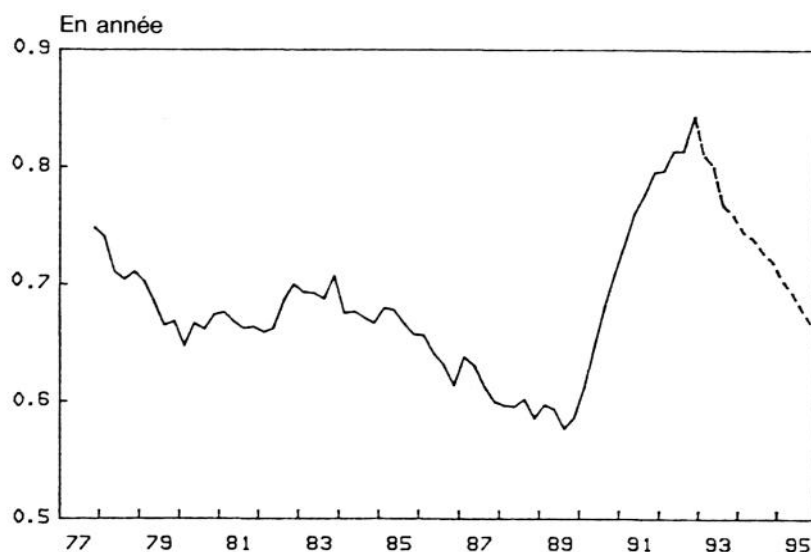
marges d'exploitation, et surtout par la compression de l'investissement afin de réduire le besoin de financement et limiter la progression de l'endettement. L'effet dépressif de ces comportements sur l'activité et les prix, renforcé par le maintien des taux d'intérêt à des niveaux élevés, s'est opposé à la décreue des ratios d'endettement et appelait en retour, selon un processus cumulatif, la poursuite de l'ajustement des dépenses par les entreprises.

Le niveau des taux d'intérêt, particulièrement mal adapté à la phase conjoncturelle présente, favorisait également, pour certaines entreprises, les arbitrages en faveur des placements financiers au détriment des investissements physiques. A cet égard, la situation d'inversion, par

laquelle les taux d'intérêt à long terme demeurent durablement inférieurs aux taux à court terme, encourage l'affectation des ressources longues vers les placements courts, davantage rémunérateurs. La valorisation de ces actifs sur des marchés à caractère plus spéculatif, a alimenté la capacité financière des entreprises ; à terme, leur situation patrimoniale s'est trouvée fragilisée car, en étant de moins en moins gagée sur des perspectives de croissance réelle, elle est devenue plus sensible à d'éventuelles fluctuations des actifs gageant les dettes. Incertaines sur leur situation effective, ces entreprises renforçaient alors le freinage des dépenses.

L'année 1993 semble marquer l'arrêt de cet enchaînement. Les dernières statistiques de la Banque de France font état d'une réduction sensible du niveau des encours de crédits des sociétés auprès des institutions de crédit (graphique 37). L'amélioration des trésoreries et des résultats d'exploitation, après la période d'exacerbation des tensions à la charnière de 1992 et 1993, a d'abord modéré le recours aux crédits d'exploitation : selon l'enquête financière de la Banque de France, les difficultés de paiement et le besoin en fonds de roulement se sont fortement réduits à partir du deuxième trimestre 1993, période à laquelle culminent les défaillances d'entreprises. Simultanément, les entreprises ont diminué les placements financiers en 1993 ; selon la Banque de France, leur rémunération est en net retrait, en lien avec la décrue des taux d'intérêt à court terme. Ce phénomène devrait s'accroître avec le retour à une hiérarchie normale des taux dans le courant de 1994. Avec la baisse des taux courts, le coût d'opportunité des investissements physiques se réduira et l'on devrait assister à une réaffectation des ressources longues vers les dépenses réelles.

37. Taux d'endettement des sociétés ⁽¹⁾



(1) Rapport de l'encours net de dettes à la valeur ajoutée trimestrielle annualisée. Le taux d'endettement est connu, à partir des tableaux d'opérations financières, jusqu'au quatrième trimestre 1992. Il a été actualisé jusqu'au troisième trimestre 1993 à l'aide des données sur les encours de crédit aux entreprises

Sources : Banque de France, INSEE, calculs et prévisions OFCE.

La reprise de l'investissement...

La stabilisation de l'investissement n'interviendrait qu'au second semestre 1994. La reprise effective serait reportée à 1995 et concernerait en premier lieu les investissements de renouvellement et de modernisation. En moyenne annuelle, l'investissement des sociétés baisserait encore de 2,2 % en 1994 et croîtrait de 3,8 % en 1995. La croissance s'accélélerait dans la seconde moitié de l'année, car portée par la reprise de l'investissement de capacité. L'année 1995 s'achèverait sur un glissement annuel de 7 % des dépenses d'équipement.

Dans l'industrie, la baisse de l'investissement s'établirait à 16 % en volume en 1993. Ce chiffre a fait l'objet de révisions notables de la part des industriels qui prévoyaient, dans l'enquête d'octobre 1992, d'accroître les dépenses de 1 % en valeur en 1993. Pour 1992, un biais d'une ampleur comparable était également apparu entre la première évaluation d'octobre 1991 (+ 1 % en valeur) et la dernière d'avril 1993 (- 10 % en valeur). Les deux premières prévisions disponibles dans les enquêtes d'octobre 1993 et de janvier 1994 (respectivement + 5 % et + 3 % en valeur pour 1994) doivent donc être interprétées avec prudence. Même en l'absence de rechute de l'activité, susceptible de modifier les anticipations des industriels et donc de produire des révisions aussi amples que celles des années précédentes, il n'est pas exclu qu'à nouveau les chefs d'entreprise pèchent par optimisme.

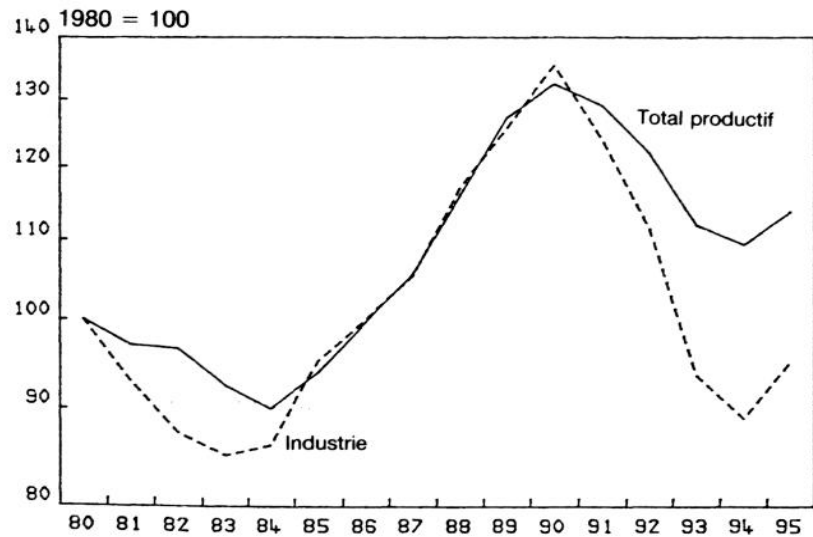
En effet, dans l'enquête sur la situation de trésorerie de décembre 1993, les industriels prévoient encore de réduire au premier semestre 1994, les horaires, les effectifs ainsi que l'investissement corporel, afin de poursuivre l'amélioration des trésoreries. La reprise d'activité facilitera le redressement des trésoreries mais les entreprises chercheront encore à élever la productivité des facteurs de production. Dans ces conditions, la croissance du stock de capital pourrait se ralentir encore en 1994, avec une hausse de 0,3 %, contre 0,8 % en 1993 et 1,8 % en 1992. Ainsi l'investissement industriel se contracterait à nouveau en 1994, mais à un rythme moindre qu'en 1993, - 5 % en volume après - 16 % (graphique 38). En 1995, la croissance du stock de capital serait toujours contenue (+ 0,4 %), la hausse de l'investissement de 7 % que nous envisageons s'accompagnant d'une accélération des déclassements.

Dans le bâtiment, la réduction de l'investissement en 1993 accompagnait la décrue des effectifs. La meilleure tenue de l'activité en 1994 en ralentirait la baisse, et une légère croissance interviendrait en 1995 à la faveur d'une reprise plus franche. Dans l'agriculture, aux trois années de baisse des dépenses de plus de 10 % de 1991 à 1993, pourraient succéder, d'abord une stabilisation en 1994, puis une remontée en 1995. Enfin dans le tertiaire, la baisse enregistrée en 1993, particulièrement sensible, faisait suite à un premier repli des dépenses en 1992. Ce comportement d'investissement dans le tertiaire est à relier à l'évolution de l'activité dans ce secteur, elle aussi marquée par une composante cyclique. L'interprétation des mouvements présents de l'emploi s'y réfère-

rait ; elle trouve ici son écho en termes d'investissement. Pour cette raison, 1994 devrait être une nouvelle année de baisse avant que 1995 ne marque un redémarrage.

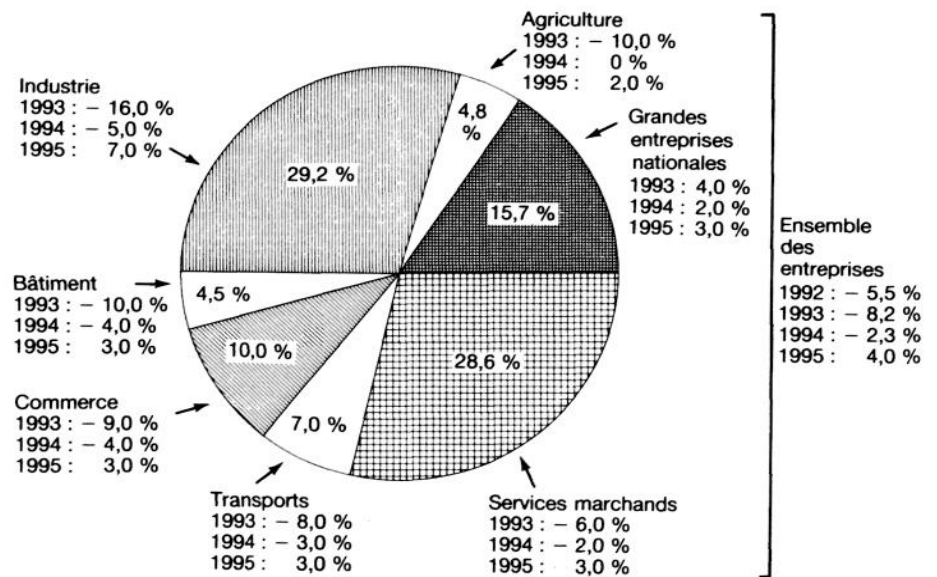
Tandis que l'investissement des entreprises du secteur concurrentiel a fortement reculé en 1993, les Grandes Entreprises Nationales ont maintenu une légère croissance de leurs dépenses en volume. Derrière ce constat global, il convient de distinguer désormais deux groupes parmi les GEN. Les entreprises de transport, qui connaissent des déficits importants, se trouvent bridées dans leur politique d'investissements : c'est le cas d'Air France, mais également de la SNCF qui, malgré des projets de grande envergure (le TGV-méditerranée ou le TGV-Est) doit en retarder la réalisation pour ne pas accroître un endettement s'élevant déjà

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



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

39. Investissement productif des entreprises en volume



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.

à 130 milliards de francs. En revanche EDF et France-Télécom dégagent des excédents d'exploitation et peuvent se désendetter tout en engageant d'importants programmes d'investissement, notamment l'enfouissement des lignes. L'investissement des GEN aurait progressé de 4 % en 1993 en volume ; il augmenterait à nouveau de 2 % et 3 % en 1994 et 1995 (graphique 39).

... sera compatible avec la poursuite de l'assainissement financier

En maintenant un comportement de dépenses restrictif, les entreprises amélioreront les ratios d'exploitation en 1994 et 1995. La baisse des effectifs en 1994, alors que s'amorcerait le redémarrage de l'activité, sera à l'origine d'une accélération des gains de productivité, se poursuivant en 1995. Le taux de marge des entreprises, qui avait décliné depuis le début 1992, devrait à nouveau s'élever en 1994 et 1995. La hausse du taux d'épargne brute sera amplifiée par la réduction des frais financiers.

Les sociétés bénéficieront en effet de la baisse des taux d'intérêt. Selon les données d'enquête de l'INSEE ou de la Banque de France, l'assouplissement de la politique monétaire en 1993 s'est déjà répercuté en un repli des taux effectifs sur les nouveaux crédits, tant à court terme qu'à long terme. La poursuite de la détente des taux directeurs en 1994 et 1995 prolongera le mouvement amorcé l'année dernière. En 1994, le coût du crédit ne baissera que grâce à l'allègement du coût de la dette à court terme (- 0,6 point), cette dernière se renouvelant plus rapidement que la dette à long terme ⁽²⁶⁾. C'est en 1995 qu'apparaîtront les premiers effets de la détente monétaire sur le coût de la dette longue, dans la mesure où elle se sera suffisamment restructurée, avec une baisse de 0,4 point. Au total, le coût moyen global baissera de 0,6 point en 1994 et 1995.

Combiné avec la poursuite du mouvement de désendettement amorcé en 1993, le repli du taux d'intérêt apparent conduirait à une réduction des frais financiers nets et du même coup doperait l'épargne. Pour cette raison, le taux d'autofinancement croîtrait encore fortement en 1994, pour atteindre 125 % en fin d'année. Il se stabiliserait en 1995 avec la reprise de la formation de capital.

Deux années noires pour l'emploi

Selon les premières évaluations de l'emploi salarié au quatrième trimestre 1993, les suppressions d'emplois dans les secteurs marchands se seraient légèrement atténuées entre décembre 1992 et décembre 1993 :

(26) « Taux d'intérêt et coût du crédit aux entreprises », *Lettre de l'OFCE*, n° 122, décembre 1993.

222 000 pertes, soit - 1,5 %, contre 275 000, soit - 1,9 %, l'année précédente. Il est probable néanmoins que l'estimation provisoire minore à nouveau les mouvements réels de l'emploi, à la suite de la non prise en compte des établissements de moins de dix salariés, dans lesquels les évolutions sont habituellement plus amples : l'expérience a montré que de fortes révisions intervenaient entre les premières estimations et les résultats définitifs issus des sources exhaustives (de l'ordre de un point à la baisse en 1991 et 1992).

Le ralentissement apparent des pertes d'emploi en 1993 semble peu vraisemblable. Les évolutions déclarées par les entreprises de l'industrie et du bâtiment dans les enquêtes de conjoncture témoignent au contraire d'une accentuation de l'ajustement, dans le contexte de récession de l'activité à la charnière de 1992 et 1993 ; la remontée de l'opinion des chefs d'entreprise en fin d'année est encore trop récente pour que l'on puisse conclure à une compensation des pertes antérieures. L'utilisation de ces données d'enquêtes en prévision conduit à corriger les chiffres d'emploi provisoires en 1993, selon une ampleur d'ailleurs proche des révisions ayant affecté les années précédentes : - 4,4 % contre - 3,8 % pour l'industrie, - 4,9 % contre - 4,2 % pour le bâtiment. Dans les activités tertiaires, la révision à la baisse, plus forte que dans les autres secteurs en 1991 et 1992, pourrait être atténuée en 1993 si l'on tient compte de l'extension des contrats de travail à temps partiel : - 0,4 % selon nos estimations de l'évolution annuelle, contre 0 d'après les premiers résultats.

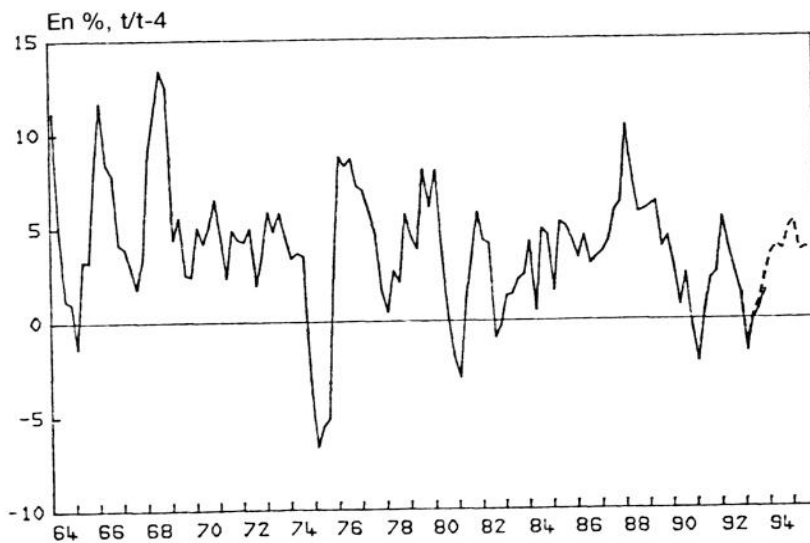
Les mesures de septembre 1992 destinées à favoriser le développement des emplois à temps partiel, par un abattement des charges patronales de Sécurité sociale, ont rencontré un vif succès : 100 000 salariés bénéficiaient d'un contrat de ce type en juin 1993 et l'année s'achevait sur un rythme élevé de signatures⁽²⁷⁾. Les petites entreprises du secteur tertiaire constituent le terrain le plus fertile pour le développement de ce type d'emplois : plus de 60 % des contrats ont été signés au premier semestre 1993 dans des entreprises de moins de dix salariés du tertiaire marchand. De ce fait, après incorporation des résultats concernant les entreprises de moins de dix salariés, l'évolution de l'emploi dans le secteur tertiaire pourrait être moins défavorable en 1993 qu'elle ne l'a été en 1992.

Au total l'emploi marchand aurait diminué de 2 % en 1993, qui fait figure, comme 1992, de record depuis plus de vingt ans ; l'année 1984, elle aussi particulièrement défavorable, avait vu les effectifs baisser de 1,4 %. En dépit de l'ampleur de ces ajustements, les entreprises n'ont pas répercuté intégralement sur l'emploi les effets de la récession de l'activité. Le chômage partiel s'est très fortement accru ces deux dernières années, jusqu'à dépasser très largement en 1993 le plafond atteint en 1984 ; selon les données d'enquête, les entreprises industrielles déclai-

(27) Ministère du travail, *Premières Informations*, n° 387, 21 décembre 1993.

rent réduire la durée du travail depuis 1992 et font état d'un niveau élevé des marges de capacité de production sans embauche, ce qui témoigne d'une utilisation sensiblement moindre de la main-d'œuvre en place.

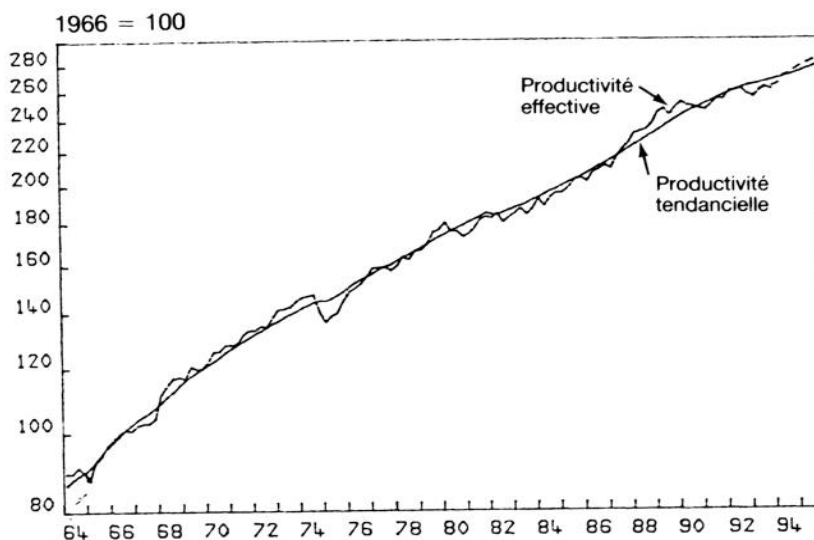
Les gains de productivité se sont donc nettement ralentis, avec même une période de pertes dans l'industrie (graphiques 40 et 41) ; il ne semble pas, au vu des cycles de productivité passés, que les ajustements récents de l'emploi aient été plus rapides ou plus amples qu'à l'accoutumée. Ainsi, le retard pris par l'évolution de la productivité laisse-t-il attendre une poursuite de l'ajustement de l'emploi en 1994.



40. Productivité dans l'industrie manufacturière ⁽¹⁾

(1) Production par tête

Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.



41. Cycle de productivité dans l'industrie manufacturière

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Les pertes d'emplois ralentiraient en 1994

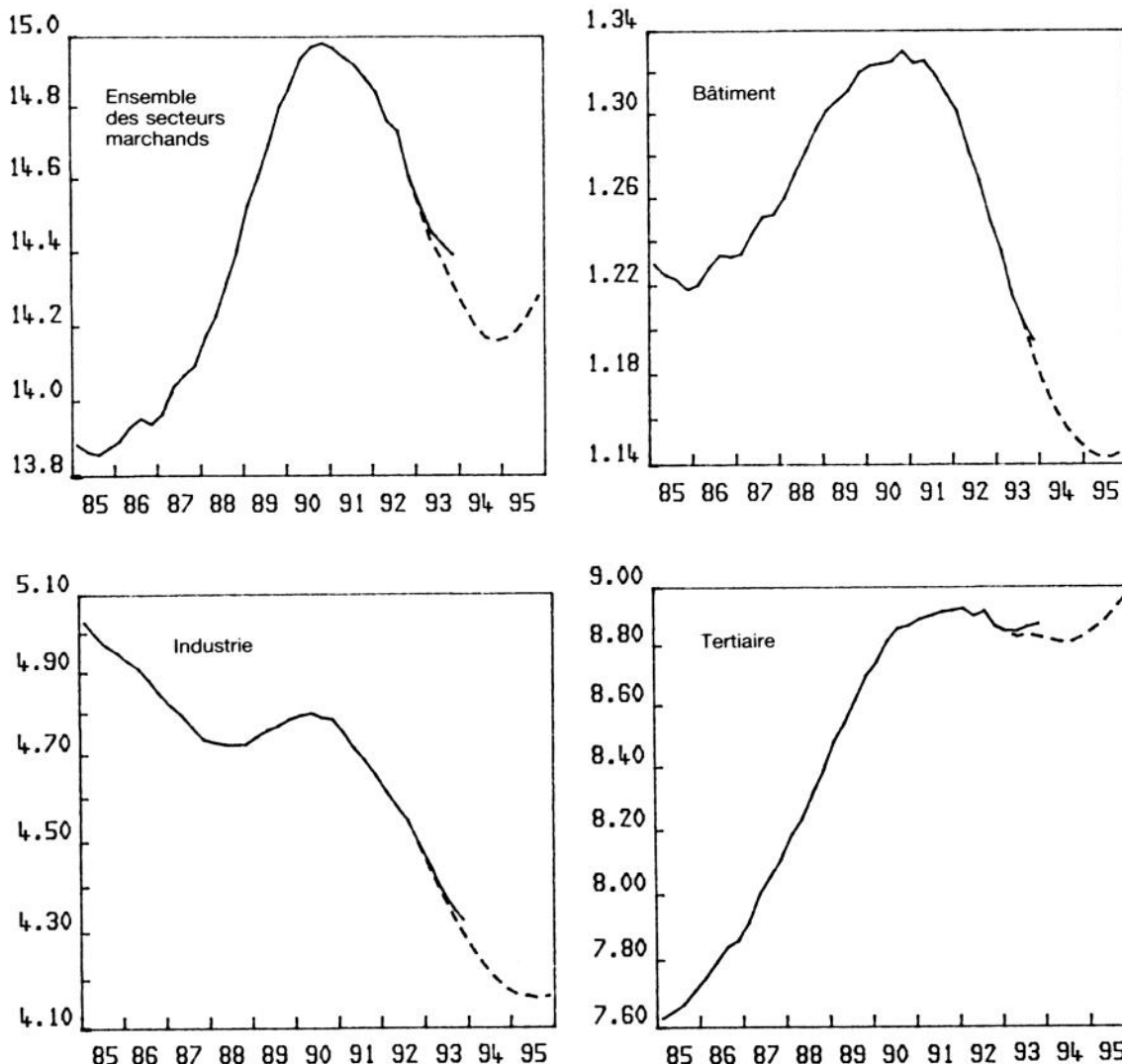
Dans l'industrie manufacturière, la productivité a chuté de 2,1 % entre le deuxième trimestre 1992 et le premier trimestre 1993. La stabilisation de l'activité en milieu d'année, alors que s'accéléraient les pertes d'emplois, a permis de compenser le creux, mais la productivité reste encore très inférieure au niveau tendanciel correspondant à une utilisation normale de la main d'œuvre. La réduction des effectifs se poursuivrait donc en 1994, mais à un rythme sensiblement inférieur à celui de l'année précédente dès lors que l'activité industrielle cesserait de se dégrader au premier semestre, après la rechute de la fin de 1993.

Le redémarrage de la production se répercutera sur l'emploi avec un décalage, compte tenu des délais habituels d'ajustement de la main d'œuvre. Ainsi, la reprise que nous avons inscrite en prévision ne pourrait pas susciter dès 1995 de créations d'emplois dans le secteur industriel ; dans un premier temps, les entreprises cesseront de comprimer leurs effectifs, recourront aux heures supplémentaires et utiliseront plus intensément le personnel dont elles disposent. Semblable comportement avait déjà été observé lors de la reprise de 1987 : la production s'était remise à croître fortement au début de 1987, mais l'industrie ne redevint créatrice d'emplois qu'au début de 1989, soit deux années après le redémarrage, d'où les forts gains de productivité.

Dans l'ensemble de l'industrie, les pertes d'emplois s'élèveraient à 2,7 % entre décembre 1993 et décembre 1994, soit 115 000 postes de travail en moins, après 200 000 destructions (- 4,4 %) en 1993 et 160 000 (- 3,4 %) en 1992. Avec la reprise de l'activité, les entreprises cesseraient de réduire leurs effectifs à partir du deuxième trimestre 1995 et l'amorce d'une reprise des créations de postes se produirait en fin d'année. Les gains de productivité resteraient modérés, du fait du peu de vigueur de la croissance. Le rythme annuel de 5 % serait atteint au premier trimestre 1995 mais ne s'amplifierait pas au delà (graphique 42).

Dans le bâtiment et les travaux publics, les suppressions d'emploi se poursuivraient en 1994. Même si les chefs d'entreprise font état de perspectives en nette amélioration à la faveur du dispositif gouvernemental de relance du secteur, la reprise de l'activité ne sera pas d'une ampleur suffisante pour rapprocher le moment où s'interrompent les suppressions de postes. Durant les deux années de récession, 1992 et 1993, les entreprises du bâtiment ont fortement comprimé leurs effectifs (- 120 000 emplois entre décembre 1991 et décembre 1993), mais ont dans le même temps laissé perdurer un très net ralentissement de la productivité. De fait, à la fin de 1993, le niveau de la productivité est devenu très inférieur à son niveau tendanciel et il est probable qu'à l'occasion de la reprise de l'activité les entreprises chercheront à combler l'écart, en intensifiant l'emploi des personnels en place. Ce n'est qu'à la mi-1995 que les entreprises recommenceraient à embaucher. Les pertes d'emplois s'élèveraient encore à 3,2 % en 1994, soit près de 40 000 postes et une quasi-stabilité prévaudrait en 1995.

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



(1) En fin de trimestre

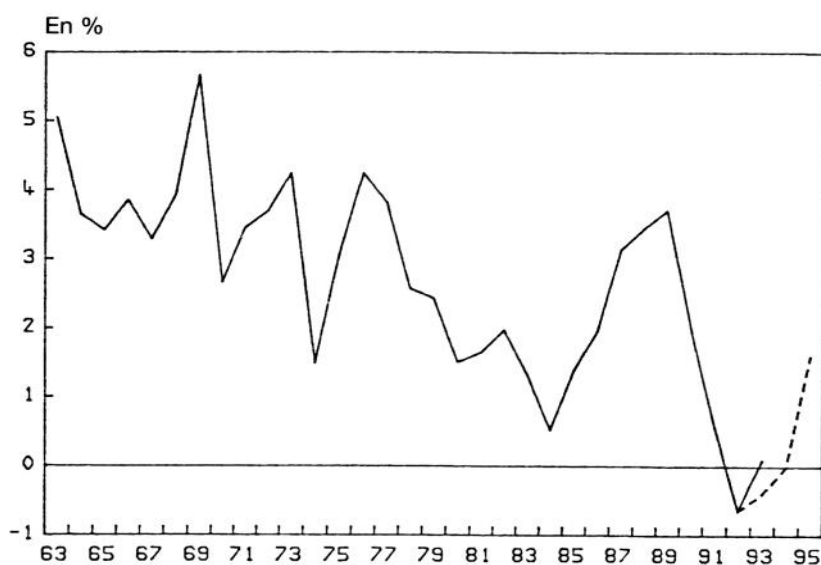
Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

L'emploi dans le tertiaire marchand a, pour la première fois sur les trente dernières années, reculé en 1992 : - 0,6 %, soit 60 000 postes supprimés. Il est probable qu'en 1993 l'évolution ait également été négative, quoique d'une ampleur légèrement moindre à la suite du développement du travail à temps partiel. Un comportement aussi défavorable du secteur tertiaire, traditionnellement créateur d'emplois, est à relier à la composante cyclique qui affecte son évolution : l'emploi tertiaire, comme celui des autres secteurs, enregistre des fluctuations étroitement dépendantes de la marche générale des affaires, en particulier les services aux entreprises et les commerces ⁽²⁸⁾. Dans la mesure où le cycle conjoncturel

(28) Chronique de conjoncture, « Repli sur l'autofinance », *Observations et Diagnostics Economiques*, n° 44, avril 1993, pp. 48-49.

présent est très marqué, les effectifs du secteur enregistrent des évolutions, de prime abord atypiques, mais finalement en phase avec le cycle. Pour cette raison, l'emploi dans le secteur tertiaire stagnerait en 1994, après deux années de repli, la croissance de l'activité restant insuffisante pour stimuler les créations. Il faudrait attendre 1995 pour voir les effectifs croître, encore modestement au vu des évolutions passées, et en partie avec l'apport des contrats de travail à temps partiel (graphique 43).

43. Variation annuelle de l'emploi tertiaire marchand



Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

Le chômage augmentera encore en 1994 mais devrait se stabiliser en 1995

Au repli de l'emploi salarié du secteur marchand en 1994, s'ajoutera celui des non salariés, dont les effectifs déclinent depuis six années, sans que la contribution des secteurs non marchands puisse atténuer significativement les pertes. De fait, l'emploi total reculerait de 200 000 en 1994. L'évolution de la population active serait encore très inférieure à son potentiel, dès lors que dans une conjoncture déprimée les retraits du marché du travail s'accroissent et que les entrées sont retardées.

La politique de traitement social du chômage, qui s'était fortement développée en 1992 et avait significativement limité la hausse des demandes d'emplois, semble stabilisée ; compte tenu du niveau élevé désormais atteint, l'accentuation de certaines formules de stages ne peut plus être que marginale. Ainsi, les signatures de Contrats Emploi-Solidarité (C.E.S.), principal dispositif du traitement social, qui étaient passées de 400 000 en 1991 à 560 000 en 1992, n'ont crû que de 60 000 en 1993, limitant la hausse des effectifs de fin d'année à 25 000, contre presque 100 000 en 1992. Les 80 000 signatures supplémentaires autorisées en 1994, dont une part grandissante concerne, comme en 1993, les renouvellements de contrat, devraient accroître les effectifs de fin d'année pour un montant du même ordre que celui de 1993. D'autres

formules de stages sont en perte de vitesse, notamment les Actions d'Insertion et de Formation, dont les effectifs ont baissé de 40 000 entre décembre 1992 et 1993. Un nouveau repli est attendu en 1994. En y ajoutant la disparition cette année du programme PAQUE ⁽²⁹⁾, le nombre de stagiaires diminuerait de près de 50 000 personnes.

La hausse du chômage de 200 000 personnes que nous anticipons en 1994, serait en ralentissement par rapport à 1993. Cette évolution moins défavorable tiendrait à une moindre dégradation de l'emploi, ainsi qu'à la poursuite des mises en dispense de recherche d'emploi, et non pas à une intensification des placements en stage ou en C.E.S., dont l'effet global serait plutôt négatif. L'année 1995 pourrait voir le chômage se stabiliser. La reprise des créations d'emplois, du fait du secteur tertiaire, sera suffisante pour compenser l'élévation des ressources en main-d'œuvre : malgré la réanimation du marché du travail, la croissance de la population active demeurerait encore en deçà de son évolution potentielle. Cette stabilisation du chômage que nous entrevoyons l'année prochaine, si elle constitue incontestablement une amélioration au vu de l'évolution de ces trois dernières années, reste néanmoins tributaire de l'attention qu'accorderont les pouvoirs publics au maintien d'une politique de traitement social à son niveau élevé d'aujourd'hui (tableau 10).

10. 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 :	14 605	- 2,0	-295 ⁽¹⁾	- 1,1	- 150	0,9	120
- Industrie	4 495	- 4,4	-200 ⁽¹⁾	- 2,7	- 115	-0,4	- 15
- Bâtiment	1 250	- 4,9	- 60 ⁽¹⁾	- 3,2	- 40	-0,4	- 5
- Tertiaire	8 865	- 0,4	- 35 ⁽¹⁾	0	0	1,6	140
Autres secteurs ⁽²⁾	7 200	- 0,7	- 50	- 0,7	- 50	-0,3	- 20
Emploi total	21 805	- 1,6	-345	- 0,9	- 200	0,5	100
Population active							
- potentielle ⁽³⁾	25 070	—	150-180	—	150-180	—	110-160
- prévue	—	—	- 15 ⁽⁴⁾	—	30	—	100
Politique de l'emploi	—	—	20	—	30	—	0
		Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation
Chômage							
- milliers	2 990	3 300	310	3 500	200	3 500	0
- taux de chômage (sens B.I.T., %)	10,9	12,2	—	13,1	—	13,1	—

(1) Corrections OFCE

(2) Hors contrats emploi-solidarité

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

(4) Population active constatée

Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

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

La reprise sera compatible avec le maintien d'excédents extérieurs importants

Le bilan partiel des résultats du commerce extérieur de 1993 a déjà été tiré ⁽³⁰⁾. Maintenant que l'on connaît les résultats complets de l'année et les bilans sectoriels, il se confirme que tout a concouru à amplifier l'excédent global.

La facture énergétique a été réduite de 10 milliards de francs : baisse des volumes importés et des prix se sont combinés. La consommation finale, corrigée des effets climatiques, a reculé pour la première fois depuis 1985. Cela est principalement dû à l'industrie, dont le recul de la consommation énergétique est similaire à celui de l'activité. En revanche, le secteur résidentiel-tertiaire et les transports ont accru leurs consommations, mais plus modérément que les années précédentes.

Le repli de la consommation primaire (- 0,5 %) est cependant resté plus faible que celui du PIB. Les efforts d'économie d'énergie se sont donc à nouveau atténués. Par contre, la forte hausse de la production a permis d'élever le taux d'indépendance énergétique (51,8 %). Ainsi, pour la première fois depuis 1964 le taux dépasse 50 %. La contraction des volumes importés (- 4,4 %) est allée de pair avec une baisse des prix. Celle des prix du pétrole sur les marchés mondiaux (- 13 %) a été partiellement compensée par la remontée du dollar (+ 7 %) et une stabilisation des prix du gaz et des produits pétroliers raffinés. En 1993, les importations d'énergie ne représentaient plus que 8,8 % des importations totales de marchandises et la facture énergétique 1,2 % du PIB. Ces pourcentages étaient respectivement de 26,2 % et 5,6 % en 1980, aux lendemains du second choc pétrolier.

A l'avenir, une reprise de la consommation en volume est prévisible. Mais elle restera modérée, en lien avec l'activité. Dans un contexte de prix encore très bas (baisse du pétrole en dollar, répercussion progressive des baisses passées sur les prix du gaz, et faible remontée du dollar), la facture globale s'amenuiserait encore en 1994. Elle s'amplifierait un peu en 1995, sans toutefois dépasser son niveau de 1993. La décennie 1985-1995 s'oppose nettement à la précédente.

L'excédent agro-alimentaire s'est de nouveau étendu en 1993. La baisse des prix des céréales, dans le cadre de la réforme de la PAC, a certes réduit la valeur des exportations pour ces biens ; mais l'excédent des produits transformés s'est amplifié. Même s'il se contractait, avec la poursuite de la réforme de la PAC et l'application des accords du GATT, l'excédent agro-alimentaire resterait élevé.

(30) « Le commerce extérieur en 1993 : quel excédent ? ! », *Lettre de l'OFCE*, n° 125, 16 février 1994.

Le solde industriel s'est le plus amélioré en 1993 puisque l'excédent a presque atteint 55 milliards de francs, après 7 milliards en 1992. L'amélioration a même atteint 53 milliards pour les seuls matériels civils. Le repli de la demande intérieure fut en effet très important et le recul des importations a excédé celui des exportations. Pourtant des parts de marché ont été perdues en 1993 en moyenne annuelle : ces pertes ont résulté des effets décalés des réajustements monétaires de l'automne 1992, qui s'estompent progressivement. Au fur et à mesure que les écarts d'inflation entre la France et les pays d'Europe qui ont dévalué s'accroissent, la France devrait regagner des parts de marché, d'autant que le commerce international s'étend et que la concurrence s'atténue. La montée du dollar sera aussi favorable à la compétitivité des produits français. Les gains de parts de marché seraient encore modérés en 1994, mais plus nets en 1995. En Europe, les monnaies du SME convergeront à nouveau d'où une meilleure compétitivité de la France et de l'Allemagne. La modération de la demande intérieure française permettra donc que s'élève à nouveau les taux de couverture en volume. L'excédent industriel s'amplifierait encore (tableau 11).

11. Soldes extérieurs

Milliards de francs courants

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
					Prévision	Prévision
Agro-alimentaire Energie	51,1 - 93,0	44,4 - 94,8	53,2 - 79,5	56,5 - 69,3	53 - 62	49 - 70
Produits manufacturés :						
- y compris matériel militaire	- 54,7	- 31,8	- 6,8	54,8	81	95
- hors matériel militaire	- 83,0	- 46,5	- 9,6	44,2	70	80
Solde FAB/CAF	- 96,4	- 82,1	- 19,5	42,0	71	73
Solde FAB/FAB (1)	- 49,6	- 30,2	30,0	89,6	120	125

(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

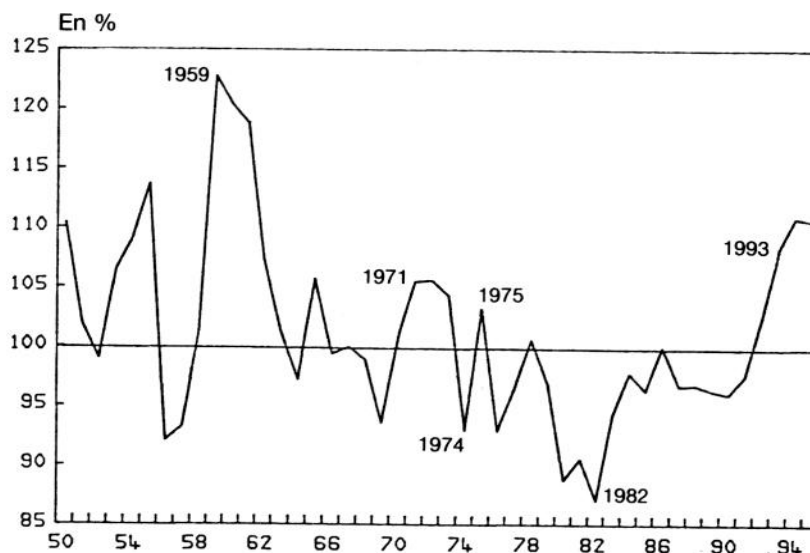
Sources : Douanes, INSEE, prévisions OFCE.

Le décalage conjoncturel entre l'Europe et les Etats-Unis ne se résorbera que lentement dans le courant de 1995, lorsque l'activité américaine se trouvera freinée et que la reprise européenne sera confortée. En Europe, la reprise française est parmi les plus tardives, si l'on excepte l'Allemagne de l'Ouest. Notre croissance ne se fera donc pas au détriment des soldes extérieurs.

L'excédent commercial s'étendrait moins qu'en 1993 mais pourrait atteindre 120 à 125 milliards. Le taux de couverture dépasserait 110 % (graphiques 44 et 45). Dans ces conditions, l'excédent de la balance des

paiements courants pourrait dépasser 1 % du PIB. Une moindre charge d'intérêts sur la dette publique détenue par des opérateurs étrangers (grâce aux retraits de capitaux en 1993 et à la baisse des taux) compenserait l'alourdissement de la contribution au budget de la CE.

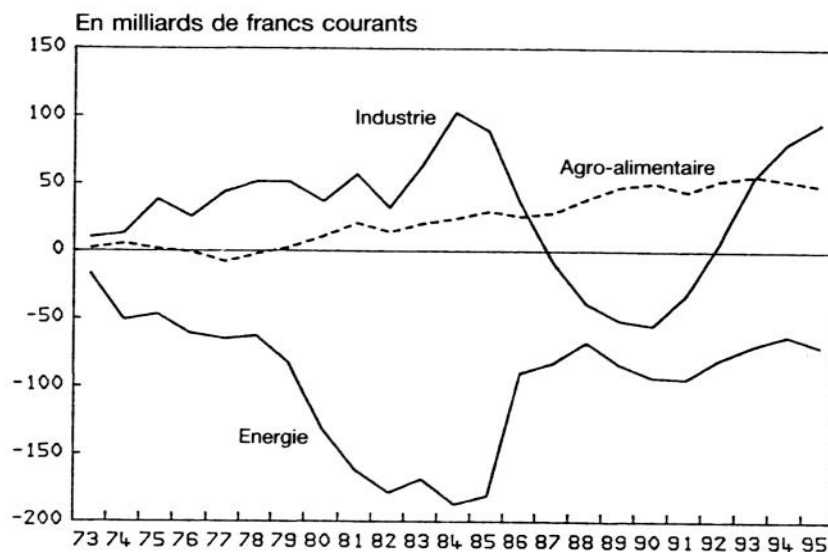
44. Taux de couverture des échanges de marchandises ⁽¹⁾



(1) Rapport des exportations FAB aux importations FAB

Sources : Douanes, prévisions OFCE.

45. Soldes commerciaux par produits (FAB/CAF)

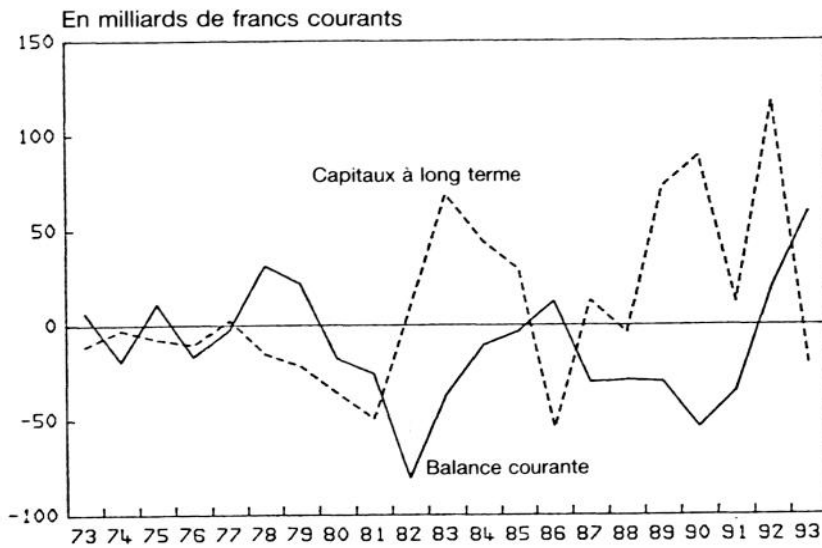


Sources : INSEE, prévisions OFCE.

L'annulation de 25 milliards de francs de la dette africaine, annoncée par la France après la dévaluation du franc CFA, réduira dès 1994 l'excédent de la balance de base ⁽³¹⁾. Déjà en 1993, il s'était contracté à cause des sorties

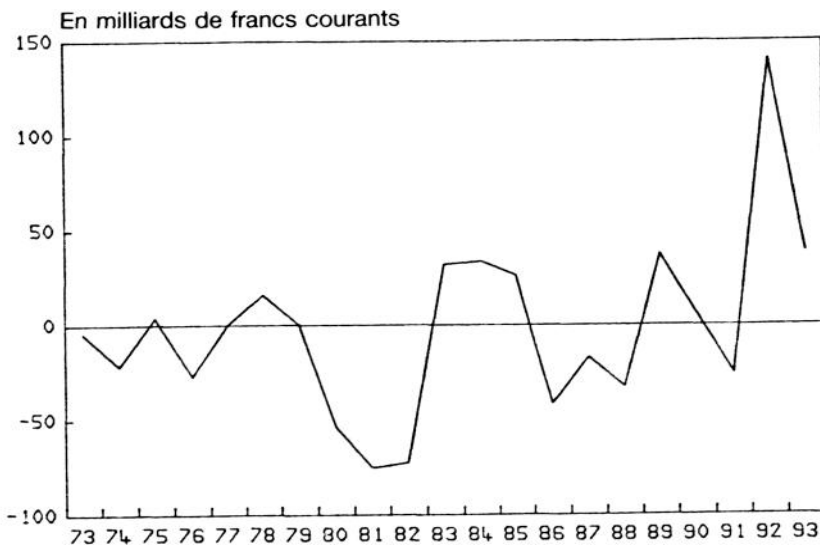
(31) Ces opérations d'annulations de dettes ne font plus partie de la balance des transactions courantes mais sont distinguées en « transferts de capital ».

de capitaux à long terme avant l'été. Même en supposant leur retour sur la place financière de Paris, l'excédent de la balance de base ne retrouverait plus son niveau record de 1993 (graphiques 46 et 47).



46. Balance courante et mouvements de capitaux

Source : Banque de France.



47. Balance de base

Source : Banque de France.

La configuration décrite plus haut sera également favorable à la croissance française ; celle-ci serait d'abord portée par son environnement international, investissement et consommation intérieurs restant contraints par des logiques de désendettement. La demande intérieure hors stocks ne progresserait que de 0,7 % en 1994. Elle s'amplifierait en 1995 (+ 1,7 %), en même temps que l'arrêt du déstockage contribuera de plus en plus à la croissance. L'extérieur apporterait une contribution positive, même en 1995.

Achévé de rédiger le 25 mars 1994.

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

	Trimestres												Années		
	1993				1994				1995				1993	1994	1995
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole, niveau en dollars ^(a)	18,2	18,3	16,5	15,2	14,0	14,5	15,4	15,8	15,2	16,4	16,8	17,3	17,1	14,9	16,0
Taux de change ^(a)															
1 \$ = ... DM	1,63	1,62	1,68	1,68	1,72	1,80	1,85	1,83	1,84	1,90	1,95	1,92	1,65	1,80	1,90
1 \$ = ... Yen	121	110	106	108	108	110	112	115	120	123	127	130	111	111	125
1 £ = ... DM	2,41	2,48	2,52	2,51	2,56	2,58	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60	2,48	2,59	2,60
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, % ^(a)															
Etats-Unis	3,0	3,0	3,0	3,1	3,2	3,5	4,0	5,0	5,5	6,0	6,5	6,5	3,0	3,9	6,1
Japon	3,1	2,9	2,7	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	2,0	2,1	2,3	2,5	2,7	1,8	2,2
Allemagne	8,3	7,7	6,8	6,4	5,8	5,5	5,3	5,0	4,7	4,3	4,0	4,0	7,3	5,4	4,2
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % ^(a)															
Etats-Unis	7,1	6,9	6,3	6,1	6,5	6,8	6,8	7,0	7,2	7,3	7,4	7,5	6,6	6,8	7,4
Japon	4,4	4,8	4,2	3,6	4,6	4,2	4,2	4,2	4,3	4,5	4,7	5,0	4,2	4,3	4,6
Allemagne	6,7	6,6	6,2	5,6	5,8	6,1	6,1	6,1	6,0	5,9	5,8	5,8	6,3	6,0	5,9
Prix à la consommation ^(b)															
Etats-Unis	3,5	2,6	1,3	3,5	2,0	2,7	3,0	3,2	3,5	3,5	4,0	4,0	2,8	2,6	3,4
Japon	2,1	0,8	2,2	-1,4	2,0	0,8	1,0	1,0	1,4	2,0	1,5	1,5	1,2	0,8	1,6
Allemagne de l'Ouest	5,3	4,1	3,2	2,4	4,1	2,4	2,4	2,0	2,4	1,6	1,6	1,6	4,1	3,0	2,0

	Trimestres												Années		
	1993				1994				1995				1993	1994	1995
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Cours des matières premières industrielles en \$ (c)	- 5,2	- 4,5	- 2,3	- 2,1	7,7	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,0	5,0	-14,1	8,8	19,6
Importations de produits manufacturés en volume cvs (c)															
OCDE	- 1,5		2,0		2,6		3,1		3,3		3,4		-0,3	5,2	6,7
PVD	5,1		3,6		3,7		3,5		3,7		4,0		7,8	7,4	7,5
Europe de l'Est	- 1,5		4,8		5,1		5,1		5,1		5,1		7,5	10,3	10,4
Total monde	- 0,2		2,4		2,9		3,2		3,4		3,5		1,5	5,8	6,9
Total monde dans l'optique France	- 2,2		0,9		2,2		2,7		3,2		3,5		-2,2	4,1	6,4
Solde des balances courantes, cvs, en milliards de \$															
Etats-Unis	- 50		- 58		- 65		- 70		- 75		- 70		-108	-135	-145
Japon	68		64		67		65		60		55		132	132	115
Allemagne Unie	- 10		- 14		- 12		- 10		- 6		- 3		- 24	- 22	- 9

(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	3 341,8	1,3	1,9	1,3	2,1	2,2	2,1	2,0	1,1	2,6	3,3	4,3	3,6
Consommation publique	945,2	0	0,7	-1,3	0,6	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,1	-0,7	0	0,7
FBCF totale	726,4	3,8	4,4	5,4	6,1	7,8	3,9	2,4	0,6	6,2	10,9	13,2	4,7
dont : Logement	197,2	9,1	6,5	2,7	5,2	9,7	0,5	-2,0	-3,5	16,3	8,6	12,8	-3,5
Hors logement	529,2	2,0	3,7	6,4	6,4	7,1	5,2	3,9	2,0	2,9	11,8	13,3	7,6
Exportations de biens et services	578,0	2,7	2,6	0,9	2,6	4,0	2,6	3,1	3,9	6,4	3,5	6,7	6,4
Importations de biens et services	611,6	3,6	4,8	5,1	5,0	6,0	5,6	3,8	1,8	8,7	10,3	11,6	7,5
Variations des stocks en milliards de dollars de 1987	6,5	3,8	9,2	21,2	9,6	16,0	16,5	7,5	-2,5	6,5	15,4	16,3	2,5
PIB	4 986,3	1,3	1,9	1,1	1,9	2,5	1,5	1,3	0,8	2,6	3,0	4,2	2,5
Prix à la consommation		1,7	1,4	1,5	1,1	1,3	1,5	1,7	1,9	3,0	2,8	2,6	3,4
Solde courant en % du PIB		-0,8	-1,3	-1,6	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-1,9	-1,0	-1,7	-2,0	-2,0

(*) 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	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent ^(*)											
	Unité : milliards de DM 1991	1992		1993		1994		1995		1992	1993	1994	1995
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	1 428,1	1,1	1,5	- 1,8	0,9	- 1,8	0,1	-0,4	0,7	1,5	-0,6	- 1,3	0
Consommation publique	466,5	2,3	0	- 1,3	- 0,7	0,7	0,6	0,5	0,4	3,2	-1,7	0,7	1,0
FBCF totale	567,0	3,4	-4,3	- 3,5	- 1,7	- 0,3	1,0	1,7	2,2	0,4	-6,4	- 0,7	3,3
dont : Equipement	264,0	0,1	-7,1	-10,2	- 1,9	- 1,9	0	1,8	3,0	- 4,8	-14,3	- 2,8	3,4
Bâtiment	303,0	6,2	-2,1	1,6	- 1,5	0,7	1,6	1,6	1,6	4,9	-0,3	0,7	3,2
Exportations de biens et services	897,8	0,2	-1,1	- 7,7	2,3	2,9	2,0	3,5	4,0	2,5	-7,1	5,1	6,7
Importations de biens et services	727,5	2,9	-1,9	- 8,9	- 2,1	3,6	2,4	3,0	3,2	2,8	-10,8	3,8	5,9
Variations des stocks et erreurs en milliards de DM 1991	- 1,4	5,2	-6,6	- 2,7	-10,3	- 3,5	1,0	3,0	3,0	- 1,4	- 13,0	- 2,5	6,0
PIB	2 671,1	1,5	-0,9	- 1,8	0,7	- 0,4	0,8	0,8	1,4	1,2	- 1,9	0,3	1,9
Prix à la consommation		1,7	1,8	2,3	1,6	1,6	1,1	1,1	0,8	4,0	4,1	3,0	2,0
Solde courant en % du PIB ⁽¹⁾		- 1,4	- 1,4	- 1,1	- 1,7	- 1,5	- 1,2	- 0,8	- 0,4	- 1,4	- 1,4	- 1,3	- 0,6

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

(1) Allemagne unie.

Sources : Bundesbank, prévisions OFCE.

IV. Japon

96

Département des diagnostics

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	24 983	0,8	0,1	0,8	- 0,4	0,1	1,6	1,4	1,0	1,7	0,6	0,8	2,7
Consommation publique	35 411	0,9	1,1	1,7	2,1	1,6	1,0	1,0	1,0	2,2	3,3	3,2	2,0
FBCF totale	138 432	0,3	- 1,7	- 0,2	- 0,1	0,3	0,1	1,6	1,7	- 0,8	- 1,0	0,3	2,6
dont : Logement	19 466	- 2,2	- 0,1	- 2,0	9,9	3,5	2,5	1,3	0,2	- 7,0	2,8	9,8	2,6
Privée productive	87 973	- 1,8	- 4,3	- 3,9	- 4,1	- 3,2	- 1,7	1,5	2,0	- 3,9	- 8,0	- 6,1	1,6
Publique	30 993	9,5	5,3	11,0	4,0	6,1	2,5	2,0	2,0	14,5	16,2	9,5	4,3
Exportations de biens et services	61 207	2,0	2,2	0,6	- 0,1	1,0	1,2	1,4	1,4	5,2	1,7	1,6	2,7
Importations de biens et services	56 901	- 1,0	- 0,1	2,2	0,9	1,5	2,3	3,3	4,0	- 0,4	2,6	3,1	6,5
Variation des stocks en milliards de yens de 1985	1 662	2 476	848	1 369	1 960	2 000	2 400	2 550	2 750	1 662	1 664	2 200	2 475
PIB	420 793	0,6	- 0,5	0,4	- 0,1	0,3	1,0	1,2	0,9	1,2	0,2	0,8	2,2
Prix à la consommation		1,1	0,3	0,8	0,6	0,4	0,5	0,9	0,8	1,7	1,2	0,8	1,6
Solde courant en % du PIB		3,2	3,3	3,3	2,9	3,1	3,0	3,0	2,8	3,2	3,1	3,0	2,9

(*) 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	339 610	- 0,2	1,0	1,0	1,8	1,3	0,9	1,1	1,1	- 0,1	2,4	2,6	2,1
Consommation publique	116 635	1,3	- 1,3	0,2	- 0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	- 0,2	0,8	0,8
FBCF totale	94 741	- 0,4	0	0,1	- 0,3	1,8	2,5	2,8	3,1	- 1,6	0	2,9	5,7
dont : Logement	17 403	4,8	2,2	- 0,2	- 0,5	1,5	2,8	3,8	4,0	3,7	- 0,1	2,6	7,3
Hors logement	77 338	- 1,4	- 0,5	0,3	- 0,3	1,9	2,5	2,6	2,9	- 2,7	0	3,0	5,4
Exportations de biens et services	135 547	0,8	0,7	2,5	2,4	2,2	3,2	3,1	3,2	2,6	4,1	5,1	6,4
Importations de biens et services	148 271	4,1	1,6	0,6	1,4	2,2	2,5	2,8	3,0	5,7	2,1	4,2	5,6
Variation des stocks en millions de livres 1990	-1 773	-1 591	- 182	- 525	- 619	- 250	100	300	800	-1 773	- 1 144	- 150	1 100
PIB optique dépense	536 489	- 0,7	0,6	1,0	1,4	1,3	1,4	1,4	1,5	- 0,5	2,0	2,7	2,8
Prix à la consommation		2,1	1,2	0,3	1,2	1,5	1,7	1,8	1,9	3,8	1,5	3,0	3,6
Solde courant en % du PIB		- 1,5	- 1,3	- 1,6	- 1,2	- 1,4	- 1,4	- 1,5	- 1,5	- 1,4	- 1,4	- 1,4	- 1,5

(*) 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	- 0,7	1,1	2,6
Importations	- 2,6	2,9	4,5
Consommation des ménages	0,8	0,9	1,1
Investissement total	- 4,8	- 0,3	2,8
dont :			
• entreprises	- 7,9	- 2,2	3,8
• ménages	- 4,3	1,0	1,6
• autres	1,0	1,7	2,5
Exportations	- 0,4	3,7	5,1
Contribution des stocks à la croissance en %	- 1,0	0,1	0,7
Demande intérieure totale	- 1,3	0,9	2,4
<i>Compte des ménages en termes réels %</i>			
Salaires bruts	- 0,2	- 0,2	1,0
Salaires nets	0	- 0,3	1,0
Prestations sociales	4,2	2,6	2,4
Excédent d'exploitation	1,4	- 0,3	- 0,9
Prélèvements sociaux et fiscaux	0,7	1,5	0,8
Revenu disponible	1,2	0,5	1,0
Taux d'épargne	12,9	12,0	11,9
Prix à la consommation en glissement %	2,1	1,8	1,3
en moyenne %	2,1	1,7	1,4
<i>Compte des sociétés, en %</i>			
Taux de marge	31,9	32,3	33,2
Taux d'épargne	17,6	18,8	19,8
Taux d'investissement	15,9	15,5	15,7
Taux d'autofinancement	110,9	121,7	126,0
<i>En milliards de francs</i>			
Solde commercial (FAB/FAB)	89,6	120	125
dont :			
• industrie (FAB/CAF)	54,8	81	95
• énergie (FAB/CAF)	- 69,3	- 62	- 70
• agro-alimentaire (FAB/CAF)	56,5	53	49
Balance des paiements courants	59,5	100	100
• en % du PIB	0,9	1,2	1,1
Emploi salarié ⁽¹⁾ , en glissement annuel %	- 2,0	- 1,1	0,9
dont :			
• industrie	- 4,4	- 2,7	- 0,4
• bâtiment	- 4,9	- 3,2	- 0,4
• tertiaire	- 0,4	0	1,6
Emploi total, en glissement annuel %	- 1,6	- 0,9	0,5
Chômage en fin d'année (en millions)	3,302	3,500	3,500
Taux de change DMF	3,43	3,39	3,37
Taux de change \$/F	5,61	6,10	6,40
Taux d'intérêt à court terme % ⁽²⁾	8,6	5,8	4,2
Taux d'intérêt à long terme % ⁽³⁾	6,9	6,0	5,8

(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	3 594,8	-0,9	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,2	0,6	0,7	0,6	1,0	0,8	- 0,7	1,1	2,6
Importations	998	- 2,6	1,6	0,8	- 1,3	1,8	1,5	0,8	0,5	1,5	1,5	1,0	1,0	- 2,6	2,9	4,5
Consommation des ménages	2 209,1	- 1,0	0,8	0,7	0	0,2	0,1	0	0,4	0,2	0,2	0,4	0,5	0,8	0,9	1,1
Consommation des administrations	692,1	0,2	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,6	0,7	1,1	0,8	- 0,5	0	1,6	1,6	2,4
FBCF totale	739,4	- 3,3	- 1,3	0,2	0,5	- 0,6	0	0,1	0,1	1,0	1,0	1,3	1,2	- 4,8	- 0,3	2,8
dont :																
• sociétés	374,6	- 4,6	- 1,9	0,1	0,5	- 1,5	- 0,5	- 0,5	0	1,5	1,5	2,0	2,0	- 7,9	- 2,2	3,8
• ménages	193,6	- 3,6	- 1,1	0,7	0,6	0	0,2	0,6	0,2	0,3	0,4	0,8	0,5	- 4,3	1,0	1,6
• autres (1)	171,2	0,1	0	- 0,2	0,5	0,5	0,8	0,7	0,2	0,9	0,7	0,6	0,2	1,0	1,7	2,5
Exportations	984,1	- 1,4	0,2	3,1	0,2	1,0	1,0	0	0,5	1,5	1,8	2,0	2,0	- 0,4	3,7	5,1
Variation des stocks en milliards(2)	- 32	- 5,3	- 2,9	-10,1	-13,8	-10	- 8	- 6	- 4	- 2	- 2	0	0	-32	-28	- 4
Demande intérieure totale (y compris stocks)	3 608,7	- 1,3	0,5	- 0,3	- 0,3	0,4	0,3	0,4	0,6	0,8	0,5	0,7	0,5	- 1,3	0,9	2,4

* Selon cette prévision, le PIB marchand progresse de 1,2 % en 1994 et 2,6 % en 1995. Il avait diminué de 1,2 % en 1993.

8

(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 : - 1,0 % en 1993 ; + 0,1 % en 1994 ; + 0,7 % en 1995

Cette prévision est calée sur les comptes trimestriels de l'INSEE (première estimation des comptes du quatrième trimestre 1993).

L'investissement des entreprises et la variation des stocks ont cependant été corrigées au quatrième trimestre 1993 sans que le PIB soit affecté.

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	1,1	0,3	0,2	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	2,1	1,8	1,3
Moyenne des prix	0,8	0,6	0,2	0,5	0,9	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	2,1	1,7	1,4
Glissement du taux de salaire horaire	0,5	0,8	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,2	0,5	0,6	0,7	0,3	2,3	1,8	2,1

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	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,5	-0,4	-0,2	-0,1	0	-4,9	-4,2	-1,6
Production	-1,9	0,4	-0,4	-1,4	-0,5	1,5	0	0,5	0,6	0,6	0,8	0,8	-4,4	-0,4	2,4
Productivité	-0,5	1,9	1,0	-0,1	0,6	2,4	0,7	1,0	1,0	0,8	0,9	0,8	0,5	3,8	4,0

Sources : INSEE, corrections et 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	- 1,3	- 1,2	- 1,1	- 0,9	- 0,8	- 0,8	- 0,6	- 0,5	- 0,3	- 0,1	- 0,1	0,1	- 4,4	- 2,7	- 0,4
Bâtiment	- 1,1	- 1,6	- 1,0	- 1,2	- 1,1	- 0,9	- 0,7	- 0,5	- 0,4	- 0,2	0	0,2	- 4,9	- 3,2	- 0,4
Tertiaire	- 0,2	- 0,2	0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	0	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	- 0,4	0	1,6
Ensemble des secteurs marchands non agricoles	- 0,6	- 0,6	- 0,3	- 0,5	- 0,4	- 0,4	- 0,2	- 0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	- 2,0	- 1,1	0,9

(1) Secteurs marchands non agricoles

Sources : INSEE, corrections et 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)	- 0,4	- 0,3	0,4	0	- 0,6	- 0,5	0,2	0,3	0,3	0,2	0,4	0,7	- 0,2	- 0,2	1,0
Salaires nets (1)	- 0,2	- 0,5	0,4	0,1	- 0,7	- 0,6	0,1	0,3	0,3	0,2	0,4	0,8	0	- 0,3	1,0
Prestations sociales (1)	0,6	1,1	1,4	0	0,2	0,4	0,9	0,4	0,5	0,6	0,7	0,5	4,2	2,6	2,4
Revenu disponible réel (1)	- 0,6	0,2	0,4	- 0,1	- 0,3	- 0,1	0,4	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	1,2	0,5	1,0
Taux d'épargne	13,6	13,1	12,6	12,4	12,1	11,9	12,2	12,0	12,0	12,1	11,9	11,7	12,9	12,0	11,9

(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	6,0	5,7	5,3	4,8	4,3	3,8	3,8	8,6	5,8	4,2
A long terme (2)	7,7	7,2	6,6	6,1	5,9	6,0	6,0	6,0	5,9	5,8	5,8	5,7	6,9	6,0	5,8

< 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	5,95	6,10	6,25	6,07	6,23	6,40	6,57	6,40	5,66	6,10	6,40
Mark-franc	3,39	3,37	3,46	3,47	3,40	3,39	3,38	3,37	3,37	3,37	3,37	3,37	3,42	3,39	3,37

< prévision >

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.