

# Chronique de conjoncture

## L'investissement fuit le risque \*

*Le commerce mondial a bénéficié, en 1994, du cumul d'un ensemble de facteurs expansifs, qui lui ont permis d'enregistrer une croissance de l'ordre de 10 %. Tous ces facteurs ne se reproduiront pas avec la même intensité en 1995 et 1996 :*

*— sous l'impulsion d'un durcissement déjà largement acquis de la politique monétaire, l'économie américaine enregistrera un ralentissement maîtrisé mais net, qui l'amènera en-deçà d'une croissance de 2 % l'an en 1996 ;*

*— les économies émergentes qui connaissent des déséquilibres courants menaçants chercheront à mieux contrôler la croissance de leurs importations ;*

*— la faiblesse du dollar, sur l'ensemble de l'horizon de prévision, exercera une pression concurrentielle prononcée envers les autres régions du monde. Même s'il se relève en 1996 par rapport à ses très bas niveaux actuels, le dollar ne le fera que modérément.*

*Face à ces évolutions, les perspectives sont différenciées selon les régions du monde. Le Japon manifeste de grandes difficultés à réussir une sortie endogène de la récession des dernières années. Il n'y parvient que dans la mesure où l'impulsion publique ne se relâche pas. Les reconstructions nécessitées par le séisme de Kobé contribueront positivement à la croissance japonaise en 1995. C'est seulement en 1996 que celle-ci connaîtra une performance supérieure à 3 % l'an, lorsque la demande privée prendra le relais de l'impulsion publique.*

*En 1995 la croissance allemande bénéficiera du cycle d'investissements engagé chez ses partenaires européens, tandis que ceux-ci seront entraînés par la consolidation de l'expansion germanique. La reprise allemande, qui s'est engagée en 1994 sous l'impulsion de la reconstitution des stocks et des exportations, deviendra en 1995 une expansion prenant plus fermement appui sur la consommation des ménages. Ce sera le principal effet de l'issue des négociations salariales que de donner un coup de fouet à celle-ci. La croissance allemande atteindrait 3,7 % en 1995 (3,2 % pour la partie occidentale).*

*L'Allemagne franchira au cours de 1995 le niveau jugé normal d'utilisation de ses capacités productives. Les autorités monétaires allemandes en tiendront compte pour resserrer progressivement, à*

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

*l'horizon de 1996, les conditions monétaires. La croissance allemande reviendra alors à hauteur de sa croissance potentielle et enregistrera en moyenne annuelle un chiffre de 3,5 % (3 % pour les länder occidentaux). Les autres pays européens deviendront plus contraints par le resserrement monétaire allemand.*

*En France, la reprise s'est confirmée : les carnets de commandes et la production restent à haut niveau. Le redémarrage de l'investissement est effectif, l'ajustement des stocks s'est réalisé, la demande étrangère reste soutenue. Si la consommation a souffert du repli de l'automobile en fin d'année, les anticipations des producteurs de biens de consommation courante restent bien orientées. Le logement semble être le seul secteur où un retournement s'opère. A la date de cette chronique, les perspectives que l'on peut tracer pour l'économie française sont nécessairement tendanciennes ; quelle qu'en soit l'issue, les élections présidentielles déboucheront sur une inflexion de la politique économique à la mi-1995. Les incertitudes majeures de cette prévision concernent trois domaines :*

*— la politique budgétaire suivie ne permettrait pas de vérifier le critère de Maastricht concernant le déficit public (qui doit être inférieur à 3 % du PIB) avant 1997 au plus tôt ;*

*— la politique monétaire resterait dictée par la politique du change. L'inversion des taux, en mars 1995 serait éphémère grâce à la réduction de la prime de risque par rapport à l'Allemagne ;*

*— l'évolution des salaires est également incertaine. Notre anticipation de croissance des salaires (taux de salaire horaire, heures supplémentaires, primes) pourrait être sous-estimée si continuent de se développer les mouvements revendicatifs du printemps.*

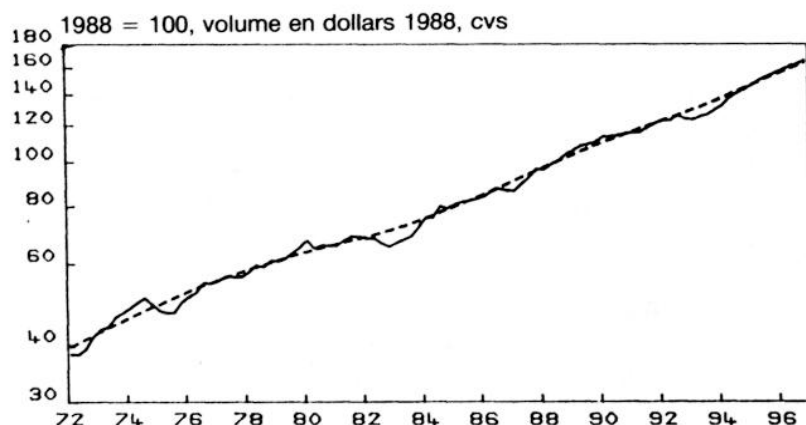
*Cette prévision tendancielle conduit à une croissance du PIB de 3,5 % en 1995 et 3 % en 1996. La reprise de la demande intérieure finale concernerait tout particulièrement l'investissement des entreprises. Les achats des ménages pourraient s'intensifier sous l'effet d'un regain modéré du revenu et de la poursuite de la baisse du taux d'épargne ; les dépenses de consommation bénéficieraient de l'atonie de l'investissement logement. Le restockage, amorcé à la mi-1994, soutiendrait encore fortement la croissance de 1995, mais beaucoup plus faiblement en 1996. La forte reprise des exportations serait compensée par celle, encore plus soutenue, des importations.*

*A la fin de 1996 le niveau d'équilibre du PIB à son potentiel ne serait pas encore atteint. L'utilisation des capacités de production resterait en-deçà des seuils de saturation conduisant à accélérer les hausses de prix et/ou élever le taux de pénétration des importations sur le marché intérieur. Le chômage reculerait peu, la progression des effectifs, même en incluant le développement du temps partiel, absorbant juste le surcroît de population active. En l'absence de tensions sur les capacités, l'inflation resterait très modérée, les prix des services évoluant de plus en plus près de ceux de l'industrie. Et les soldes extérieurs (commercial et courant) conserveraient des excédents proches de ceux de 1994.*

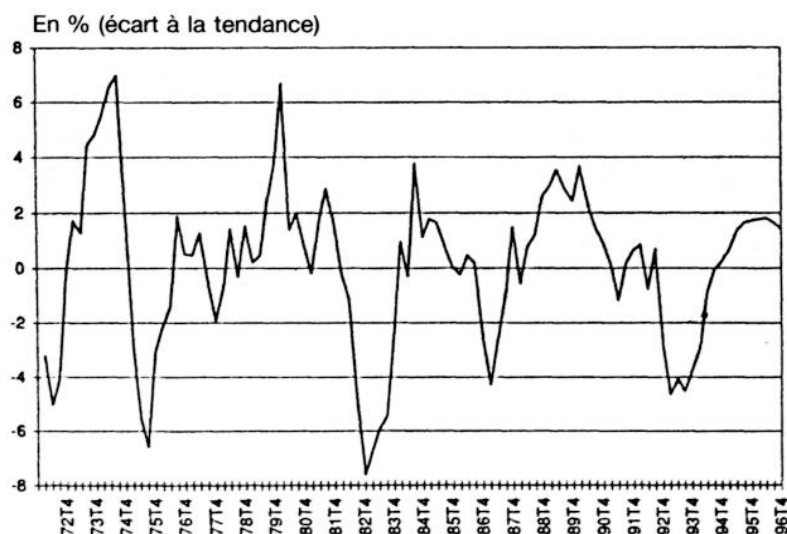
## Croissance internationale : changer de locomotives sans dérailler

### Le commerce mondial en 1994 : une expansion intense...

La vive reprise du commerce mondial en 1994 (+ 9,9 % pour le commerce de produits manufacturés, à comparer à une tendance de longue période de 5 % l'an) contraste avec sa morosité de l'année précédente (+ 1,9 %). L'économie internationale est sortie rapidement, à partir du second semestre 1993, d'une situation de désynchronisation maximale, qui avait considérablement freiné les flux d'échange. Sans que cette désynchronisation ait fait place à une harmonisation parfaite de l'expansion, les différentes régions du monde sont entrées dans des phases conjoncturelles où elles ont toutes contribué positivement à la croissance du commerce international. C'est ce *cumul* de facteurs expansifs qui a fait de l'année 1994 une année particulièrement favorable au dynamisme des échanges internationaux, dont le cycle est entré dans sa phase de croissance intense (graphiques 1a et 1b) :



1a. Volume du commerce mondial et sa tendance



1b. Cycle du commerce mondial

Sources : OCDE, série A, estimations et prévisions OFCE.

— la poursuite d'une rapide croissance américaine, au-delà d'un niveau jugé normal de l'utilisation des capacités de production, a fait des Etats-Unis l'une des locomotives du commerce mondial. La croissance de leur demande intérieure a d'autant plus fait appel aux importations, que les tensions sur les capacités disponibles sont davantage affirmées ;

— malgré une activité encore très déprimée, les importations du Japon se sont accrues très vivement en 1994. La hausse du cours du yen déverrouille le marché intérieur japonais : distributeurs et consommateurs nippons prennent goût à des produits étrangers moins chers ;

— les pays dits émergents ou nouvellement industrialisés d'Asie et d'Amérique latine ont assuré, en 1994 comme en 1993, une expansion continue à deux chiffres des débouchés offerts aux exportateurs étrangers ;

— la reprise a relancé les importations des pays européens, d'autant que cette reprise a largement pris appui sur la reconstitution des stocks, au contenu traditionnellement riche en importations ;

— d'autres régions, enfin, (Europe de l'Est hors CEI, certains pays d'Afrique et du Moyen-Orient) ont paru mieux maîtriser les déséquilibres macroéconomiques hérités du passé ou associés à la mise en œuvre de réformes structurelles. Leur insertion internationale s'améliore ou se consolide. Elles participent positivement aussi à la croissance du commerce mondial.

Le multiplicateur de commerce international, c'est-à-dire le supplément d'activité et de commerce mondiaux finalement suscité par une impulsion de demande d'importations en provenance d'un pays donné, a été d'autant plus élevé en 1994 que les pays qui ont gagné des parts de marché à l'exportation ont aussi beaucoup importé. Ils ont ainsi amplifié les impulsions positives données au commerce mondial par la croissance ou le redémarrage des demandes intérieures. C'est le cas de pays qui gagnent tendanciellement des parts de marché, notamment les NPI asiatiques. C'est aussi le cas, pour cette année 1994, de pays qui ont amélioré conjoncturellement leurs parts de marché en raison de dépréciations monétaires et qui ont simultanément recommencé à importer, après une phase d'ajustement drastique de leur demande interne : l'Espagne, l'Italie, les pays scandinaves. La Suède, la Norvège et l'Espagne enregistrent en 1994 une croissance à deux chiffres de leur volume d'importations manufacturières, bien qu'elle reste en-deçà de celle des exportations. Les dépréciations de 1992-1993, en allégeant la contrainte monétaire qui obérait la compétitivité de ces pays, ont libéré une capacité immédiate de croissance. En ce sens, leur effet net a été positif pour l'activité mondiale. Si les parts de marché des autres pays de l'OCDE ont pu souffrir de ces dépréciations, elles s'appliquent à un commerce mondial qui en a finalement bénéficié.

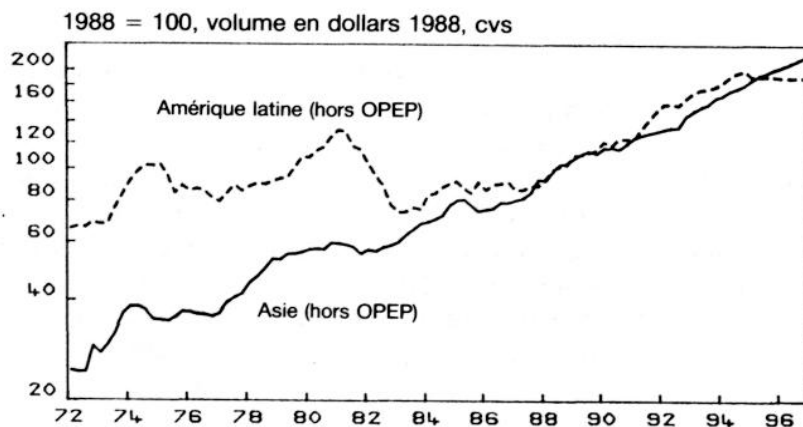
Ces effets multiplicateurs se sont développés d'autant plus librement qu'ils n'ont guère buté, jusqu'à la fin 1994, sur des obstacles liés aux déséquilibres des balances courantes : soit que les déséquilibres antérieurs aient été résorbés ou réduits par l'ajustement des demandes internes (c'est le cas pour nombre de pays européens) ; soit que les



mouvements de capitaux se soient montrés accommodants à l'égard de ces déséquilibres. La mobilité des capitaux a contribué, au cours de 1994, à la propagation rapide de la hausse des taux d'intérêt à long terme américains mais elle a signifié aussi, de la part des investisseurs, une diversification des risques compatible avec la diffusion internationale de l'expansion. Le poids qu'ont pris depuis plusieurs années les investissements directs dans les mouvements de capitaux contribue aussi à intensifier les flux d'échange internes aux groupes multinationaux.

### **... qui sera difficile à rééditer avec la même ampleur en 1995 et 1996...**

Il suffit cependant d'énumérer l'ensemble des facteurs qui ont favorisé l'expansion forte du commerce mondial pour percevoir qu'ils ne sont pas tous également reproductibles en 1995 et 1996. L'expansion américaine s'est caractérisée jusqu'à présent par sa vigueur et sa continuité, mais c'est désormais un ralentissement qui s'annonce. La crise mexicaine peut donner le signal d'un traitement plus sélectif et circonspect des pays émergents de la part des investisseurs internationaux. Et, en tout cas, elle incitera probablement plusieurs de ces pays, ne serait-ce que par crainte d'éventuelles difficultés, à freiner la croissance de leurs importations. En particulier, les pays latino-américains ont enregistré, au cours du cycle d'expansion qui a succédé aux ajustements structurels des années quatre-vingt, une vague d'importations d'intensité supérieure à celle des pays asiatiques, dont la croissance potentielle est pourtant plus forte. Ce n'est d'ailleurs pas nouveau : l'ouverture latino-américaine à l'importation progresse par bonds, quitte à ce que ceux-ci soient suivis de reflux prononcés sous la contrainte de déséquilibres courants ou d'endettements excessifs. Le développement des importations asiatiques est bien plus régulier (graphique 2).



*2. Volume des importations asiatiques et latino-américaines*

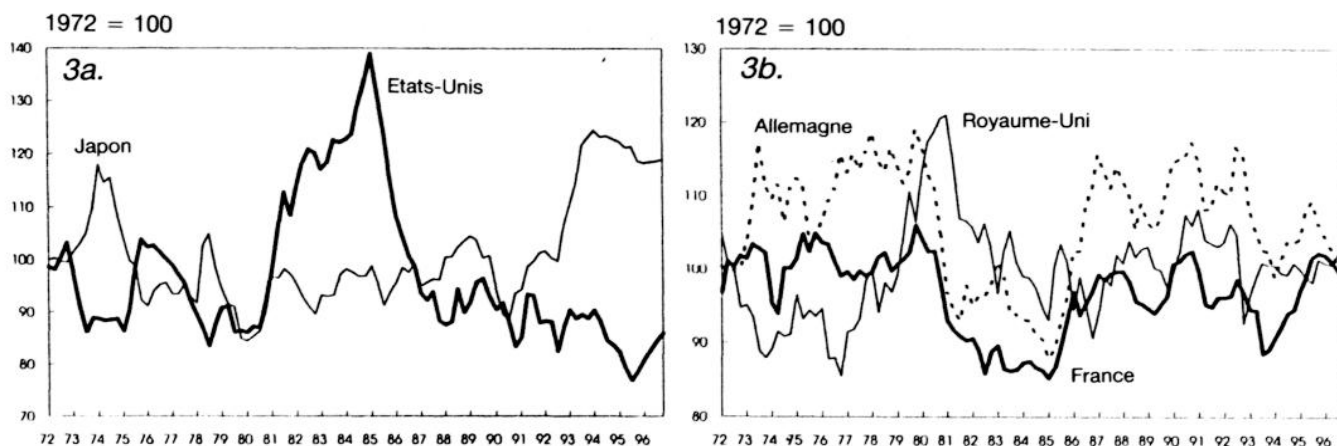
Sources : OCDE, série A, estimations et prévisions OFCE.

La poursuite d'une croissance forte du commerce mondial en 1995 et 1996 dépend ainsi de la capacité de régions qui étaient jusque-là au second rang à prendre le relais de régions dont le rôle de locomotive va

aller s'affaiblissant. Le regard se porte naturellement vers l'Europe. En 1994, la croissance des importations européennes est redevenue franchement positive (en moyenne annuelle, + 7 % après une chute de 5,8 % en 1993, pour la Communauté à douze), mais cette expansion est restée en-deçà de celle du commerce mondial. La demande mondiale adressée aux pays européens, qui tient compte de la destination géographique traditionnelle de leurs exportations, enregistre la relative modération des échanges intra-européens, qui n'ont pas encore atteint leur plein régime. Ainsi, la demande adressée à la France, qui avait baissé de 2 % en 1993, s'est accrue de 7,5 % en 1994. De 1985 à 1991, période faste du commerce intra-européen, le volume des importations communautaires avait progressé au rythme de 9 % l'an. Certes, cette période avait enregistré le double impact d'une expansion conjoncturelle particulièrement vigoureuse et de l'anticipation du marché unique. Mais l'élargissement de l'Union européenne et l'association des pays est-européens offrent de nouvelles opportunités à une expansion des échanges intra-européens : durant la décennie quatre-vingt, les pays de l'AELE et du CAEM étaient restés bien en-deçà du dynamisme communautaire. La réalisation de ces perspectives dépend évidemment de la capacité des pays européens à accéder ensemble, au-delà de leur reprise récente, à un sentier de croissance prononcée et solide.

La vigueur de l'expansion des marchés mondiaux aura facilité en 1994 un certain équilibrage de leur partage et contribué à une détente de la concurrence, après la tonalité déflationniste et les turbulences monétaires de 1992 et 1993. Bien sûr, les pays qui connaissent une ample dérive de leur taux de change enregistrent des variations significatives de leurs parts de marché : à la baisse pour le Japon, à la hausse pour l'Espagne, l'Italie, les pays scandinaves et, plus modérément, pour le Royaume-Uni. Les dévaluations rapportent de nouveau, si elles dépassent un certain seuil. Dans ce contexte, l'appréciation du yen a été une aubaine pour les pays de l'OCDE confrontés, au même moment, aux effets des dépréciations monétaires de leurs concurrents méditerranéens et scandinaves : des « compensations » triangulaires se sont sans doute opérées. Depuis deux ans, la France semble avoir plus que compensé, grâce à une meilleure résistance face à la percée des NPI dans le commerce mondial, les pertes modérées de parts de marché enregistrées à l'intérieur de la zone OCDE. La stabilité globale apparente de ses parts de marché depuis quelques années et leur amélioration en 1994, après le bref creux de 1993 (graphiques 3a à 4b), témoigneraient ainsi d'une meilleure adaptation structurelle à la concurrence internationale, contrée à court terme par l'impact des perturbations monétaires. La situation symétrique prévaut pour les Etats-Unis : l'effritement global de leurs parts de marché recouvre de légers gains au détriment de leurs partenaires de l'OCDE, facilités par le bas niveau du dollar à l'égard des monnaies de ces derniers, et la poursuite de pertes par rapport aux NPI. De son côté, l'Allemagne, qui avait connu une détérioration brusque de ses parts de marché, en raison de pertes de compétitivité et de la mobilisation des capacités par l'unification, enregistre une normalisation de ces parts et un retour à proximité de leur niveau du début 1992.

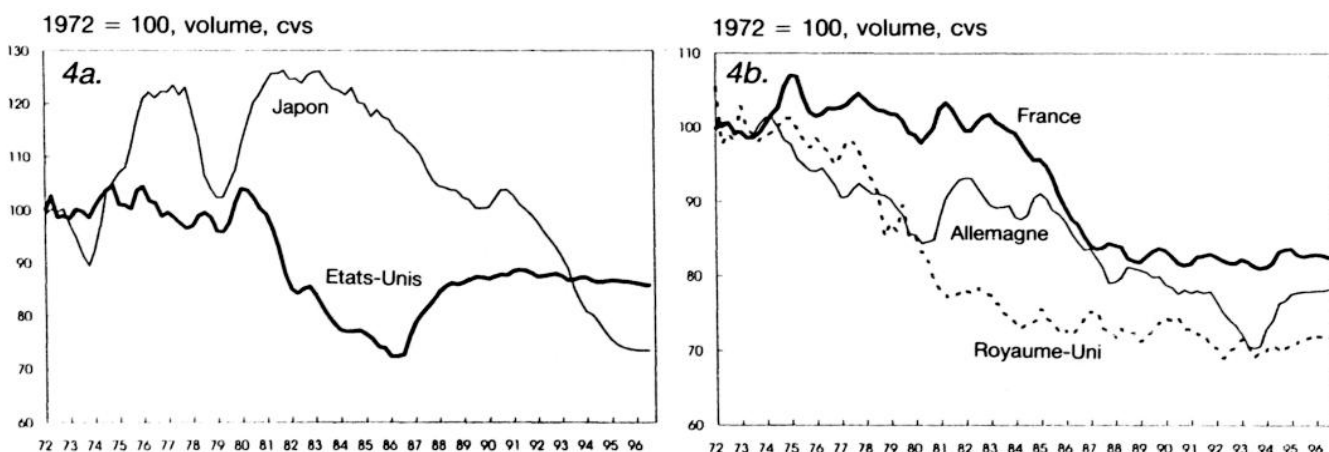
### 3. Prix relatifs à l'exportation de produits manufacturés (1)



(1) Rapport du prix des exportations du pays considéré sur la moyenne pondérée des prix de ses principaux concurrents.

Sources : OCDE, série A, Bureau of Labor Statistics, calculs et estimations OFCE.

### 4. Parts de marché à l'exportation de produits manufacturés



Sources : OCDE, série A, estimations et prévisions OFCE.

### ... et dont la poursuite dépend de la réalisation effective des croissances potentielles

Les croissances potentielles des différentes zones de l'économie mondiale sont d'intensité franchement différente. Cette différenciation est normale et traduit des phénomènes de rattrapage de longue période, dès lors que les conditions sont réunies pour qu'un pays ou une zone puisse s'engager durablement dans un tel effort de rattrapage. Elle ne va pas sans tensions, cependant, car elle s'accompagne d'une redistribution des activités et des emplois et met à rude épreuve la capacité d'adaptation des systèmes productifs des vieux pays industrialisés. Elle suppose aussi que les mouvements de capitaux soient accommodants à l'égard de cette différenciation. Ce caractère accommodant n'est pas d'une stabilité parfaite, car il dépend pour partie du déroulement comparé des cycles

conjoncturels et des tensions financières conséquentes dans les pays d'origine et de destination des mouvements de capitaux. A cet égard, les pays latino-américains sont en moyenne plus vulnérables que les pays du sud-est asiatique. La fragilité de leurs balances courantes, en raison d'importations très élastiques à l'expansion, les rend vulnérables à l'attraction que peut exercer le marché financier nord-américain sur les détenteurs de capitaux. La crise mexicaine a éclaté au moment où le cycle nord-américain paraissait à son apogée, sollicitant fortement les apporteurs de capitaux et leur offrant des rémunérations motivantes, aussi bien dans le domaine des placements à court terme que dans celui des opérations productives. L'alternative ainsi offerte aux investisseurs engagés sur le marché mexicain a mis à nu la surévaluation du peso et les déséquilibres fondamentaux de l'économie mexicaine.

Si la différenciation des croissances potentielles entre grandes régions est un trait marquant de l'économie mondiale, c'est, au contraire la convergence accrue des croissances potentielles entre pays de l'OCDE qui est une évolution frappante depuis une décennie. Elles s'étagent désormais pour une majorité de pays au sein d'une fourchette resserrée de 2 à 3 % l'an, avec un nombre d'exceptions limité (au-dessus de la fourchette, l'Irlande ; au-dessous, la Suède et la Grèce). Les Etats-Unis et le Japon contribuent à ce resserrement, le premier par un redressement apparent depuis quelques années (2,5 % par an plutôt que 2 %), le second par une normalisation de son taux de croissance potentiel (3 % plutôt que 4 à 5 % l'an).

Quels sont les facteurs de ce resserrement, d'autant plus notable qu'il se manifeste sur une période où les désynchronisations conjoncturelles ont prévalu entre économies de l'OCDE ? La croissance potentielle, telle qu'elle est estimée par l'OCDE, dépend de l'accumulation et de l'efficacité de l'ensemble des ressources productives. Elle dépend aussi, dans un monde où la vigilance anti-inflationniste est devenue la règle, de la capacité à mobiliser ces ressources dans des conditions de rentabilité à la fois satisfaisantes et compatibles avec la stabilité de l'inflation à bas niveau : le marché du travail est le lieu principal d'ajustement entre ces deux exigences, à travers la détermination d'un taux de chômage non inflationniste qui exerce une force de rappel sur le taux effectif.

La convergence des croissances potentielles au sein de l'OCDE fait référence tout d'abord à des facteurs de longue période. Le rattrapage des niveaux de productivité américains par les autres pays de l'OCDE est proche de l'achèvement pour nombre de pays de l'OCDE et manifeste l'unification d'un modèle technologique. La croissance de la productivité dépend désormais du déplacement de la frontière technologique commune et d'une incorporation efficace de technologies — comme celles de l'information — dont la nature même incite à leur diffusion rapide.

Rattrapés par leurs concurrents, les Etats-Unis paraissent réagir en améliorant la qualité de cette incorporation. C'est ce que donne à penser la continuité de leurs progrès de productivité depuis une dizaine d'années malgré les soubresauts cycliques et le relèvement de ces performances

de productivité, dans l'absolu et relativement aux concurrents de l'OCDE, par rapport à la période 1974-1986 (tableau 1). Ce redressement est surtout sensible pour la productivité globale des facteurs, en raison de la stabilisation de la productivité du capital après une période de dégradation. Tout se passe comme si le progrès technique était redevenu « neutre » dans le cas des Etats-Unis : des gains de productivité du travail modérés mais désormais suffisants pour absorber la hausse de coûts salariaux, contenue par un marché du travail concurrentiel, et stabiliser le partage de la valeur ajoutée ; une stabilité du coefficient de capital qui concourt à une meilleure tenue des taux de profit. En ce cas, le redressement modéré de la croissance potentielle américaine aurait des racines profondes.

1. Variation de la productivité dans le secteur des entreprises pour quelques grands pays et le total de l'OCDE (taux de variation annuels moyens)

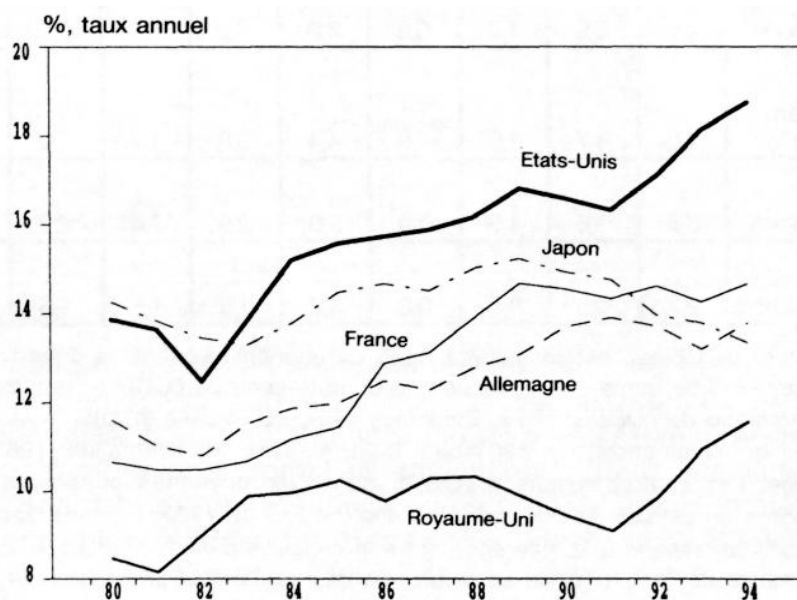
	Productivité totale des facteurs				Productivité du travail				Productivité du capital			
	Avant 1973	1974-1979	1980-1990	1986-1993	Avant 1973	1974-1979	1980-1990	1986-1993	Avant 1973	1974-1979	1980-1990	1986-1993
Etats-Unis	1,5	-0,4	0,2	0,6	2,1	0,0	0,8	0,9	0,1	-1,3	-0,7	-0,1
Japon	4,6	0,9	1,6	0,8	8,0	2,9	2,9	2,2	-3,0	-3,5	-1,4	-2,1
Allemagne	2,5	1,7	1,0	1,0	4,4	3,0	1,7	1,6	-1,4	-1,0	-0,5	-0,1
France	3,8	1,6	1,5	1,4	5,3	2,9	2,4	2,2	0,9	-1,0	-0,2	-0,3
OCDE	2,7	0,5	0,8	0,8	4,3	1,5	1,6	1,5	-0,8	-1,8	-0,8	-0,7

Source: ce tableau est constitué à partir de données présentées dans l'article de A.S. Englander et A. Gurney, « Croissance de la productivité dans la zone de l'OCDE : tendances à moyen terme », *Revue Economique de l'OCDE*, n° 22, Printemps 1994. La colonne intitulée « avant 1973 » fait référence à des séries qui commencent en 1961 pour les Etats-Unis et l'Allemagne, 1963 pour le Japon, 1964 pour la France. Les chiffres relatifs à l'OCDE sont des moyennes pondérées des performances des pays membres en utilisant comme pondérations les PIB de 1990. La croissance de la productivité totale des facteurs correspond à la différence entre la croissance de la production et une moyenne pondérée de la croissance de l'emploi et du stock brut de capital. Pour la fin de période, on a présenté les deux sous-périodes 1980-1990 (qui va en gros de pic à pic conjoncturel) et 1986-1993 (qui va en gros de creux à creux conjoncturel, du moins pour les pays européens et le Japon). Le lecteur peut ainsi percevoir l'incertitude qui entâche la mesure des tendances récentes de la productivité.

A l'autre extrême, ce sont peut-être les coûts et les excès du rattrapage que subit aujourd'hui le Japon. Le Japon a dépassé les niveaux américains de productivité du travail dans un certain nombre d'activités, qui représentent au moins un quart de la production et de l'emploi

manufacturiers. Mais il y est parvenu au prix d'une intensification telle des processus productifs que le niveau d'intensité capitaliste des entreprises japonaises (le montant de capital fixe par tête dont elles disposent) dépasse aussi aujourd'hui le niveau de leurs homologues américaines. Si bien que le rattrapage de productivité, net pour la productivité du travail, l'est beaucoup moins pour la productivité globale des facteurs, variable pour laquelle il paraît même s'essouffler dans la dernière décennie <sup>(1)</sup>. Cette distorsion du rattrapage est aussi à l'œuvre pour l'Allemagne, mais avec une ampleur moindre, car les niveaux germaniques de productivité du travail n'ont en général pas crevé le plafond américain. La crise japonaise récente aurait ainsi une autre gravité structurelle que le simple éclatement d'une bulle financière et immobilière. Ce serait une « crise de rattrapage », produite par l'excès d'intensification matérielle du rattrapage japonais et prenant à contrepied les extrapolations boursières des performances antérieures. Le résultat est aujourd'hui la normalisation de la croissance potentielle japonaise et la nécessité pour l'économie nippone d'une nouvelle adaptation stratégique. Elle y est d'autant plus incitée que la revalorisation du yen, qui entérine, au-delà de sa soudaineté récente, le rattrapage de productivité de longue période, ne permet plus de poursuivre avec la même facilité une stratégie d'intensification capitaliste nourrie par les marges à l'exportation. La différenciation des performances de rentabilité du capital fixe investi entre les Etats-Unis et le Japon est nette en faveur des premiers, depuis le creux commun du début des années quatre-vingt (graphique 5).

**5. Taux de rentabilité économique dans les grands pays (excédent brut d'exploitation sur capital fixe en valeur)**

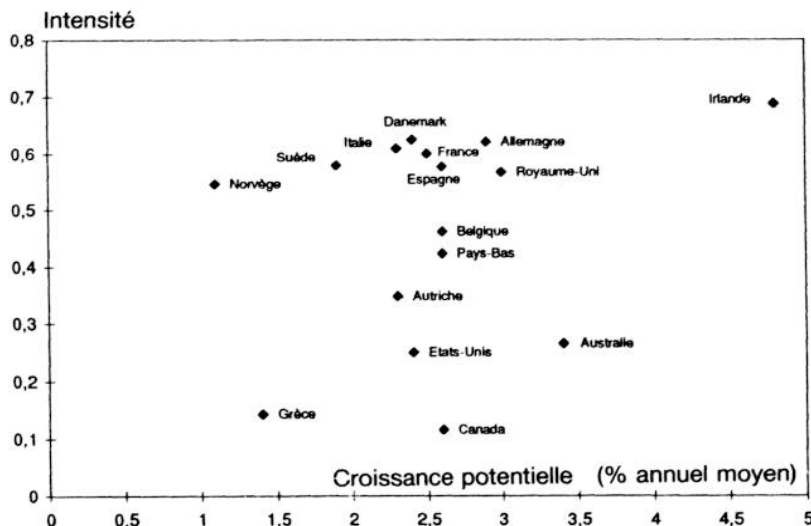


Source : OCDE, perspectives économiques, décembre 1994.

(1) Le raisonnement proposé prend ici appui sur les informations présentées par les deux articles de A.S. Englander et A.Gurney, « Croissance de la productivité dans la zone de l'OCDE : tendances à moyen terme » et « La productivité dans la zone de l'OCDE : les déterminants à moyen terme », *Revue Economique de l'OCDE*, n° 22, Printemps 1994.

## L'Allemagne unie, référence de la croissance potentielle européenne

Les performances européennes apparaissent à mi-chemin du redressement américain et des excès du rattrapage japonais, comme en témoignent l'indicateur synthétique que constituent des rentabilités du capital fixe qui ont bien résisté à la récession récente et sont largement au-delà, à la différence du Japon, de leur minimum historique de 1982-1983. Les différences intra-européennes sont mineures, vues de loin. Mis à part les cas particuliers (d'un côté, la Grèce et les pays scandinaves, handicapés par une difficile adaptation structurelle ; de l'autre l'Irlande), les pays de l'Union européenne donnent l'apparence d'un vaste « noyau dur », caractérisé par des performances voisines de productivité globale des facteurs et de croissance potentielle (graphique 6).



6. La croissance potentielle du PIB des pays de l'OCDE et son intensité (1986-1993)

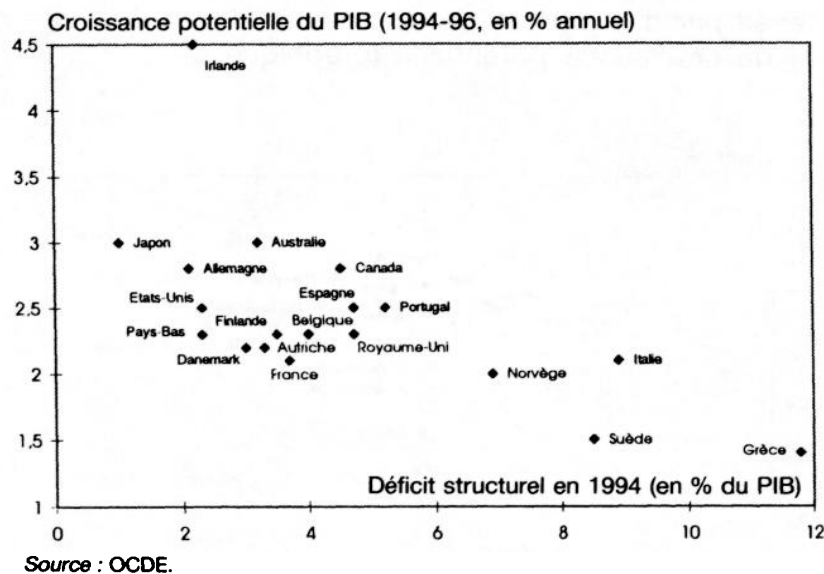
Légende : on appelle intensité de la croissance potentielle le rapport des gains de productivité globale des facteurs au taux de cette croissance. Elle exprime la part prise par le progrès technique dans la croissance potentielle.

Source : OCDE.

Vues de près, les différenciations intra-européennes suffisent cependant à compliquer la recherche des convergences européennes et la coordination des gestions conjoncturelles. L'Allemagne mène la danse à plusieurs titres. Bénéficiant de l'important effort d'accumulation entrepris sur l'ensemble du dernier cycle et du rendement élevé des nouveaux investissements dans sa partie orientale (une fois les déclassements massifs intervenus), elle peut escompter une croissance potentielle proche de 3 % l'an, alors la plupart de ses partenaires européens dépassent rarement un rythme de 2,5 % l'an. Elle est désormais moins handicapée qu'eux par le poids des déficits publics structurels en proportion du PIB (mesurés hors effets de la conjoncture sur les recettes et les dépenses publiques). Les deux contraintes du sentier de croissance accessible et de l'entrave des déficits structurels ne sont au demeurant pas indépendants, comme le montre le graphique 7. L'élimination des effets conjoncturels de court terme sur les recettes et les dépenses publiques ne supprime pas tout lien entre la croissance et les déficits : à

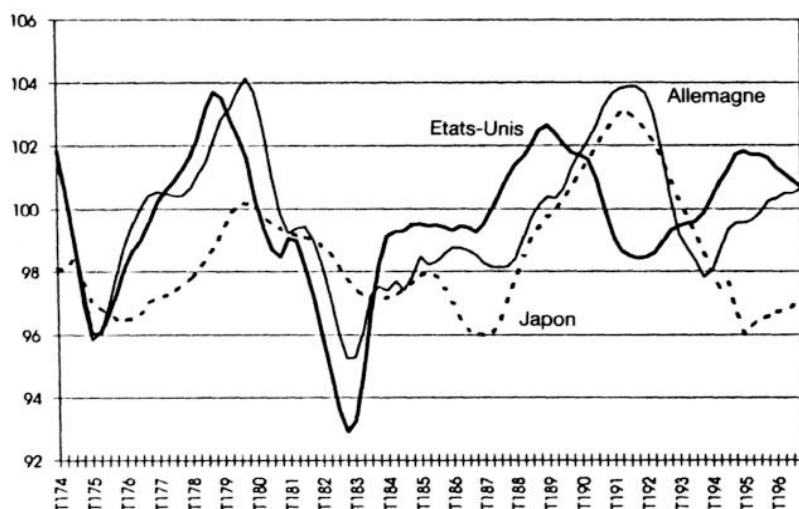
une croissance potentielle donnée correspond un déficit structurel qu'on pourrait qualifier de « normal », d'autant plus faible que la force de la croissance potentielle est créatrice de revenus privés et publics, et supportable si la dette publique qui en résulte s'accorde avec les choix patrimoniaux des agents privés. Le graphique 7 donne à penser que, par rapport à un tel déficit structurel « normal », certains pays (par exemple, la Grèce, l'Italie, mais aussi, compte tenu de leur niveau relativement élevé de croissance potentielle, le Canada et l'Australie) sont particulièrement laxistes. En tout cas, ces remarques illustrent la difficulté à définir des normes communes de déficit et de dette publics pour des pays qui se caractérisent par des différences sensibles de croissance potentielle.

**7. Déficit public structurel rapporté au PIB et croissance potentielle prévisible du PIB**



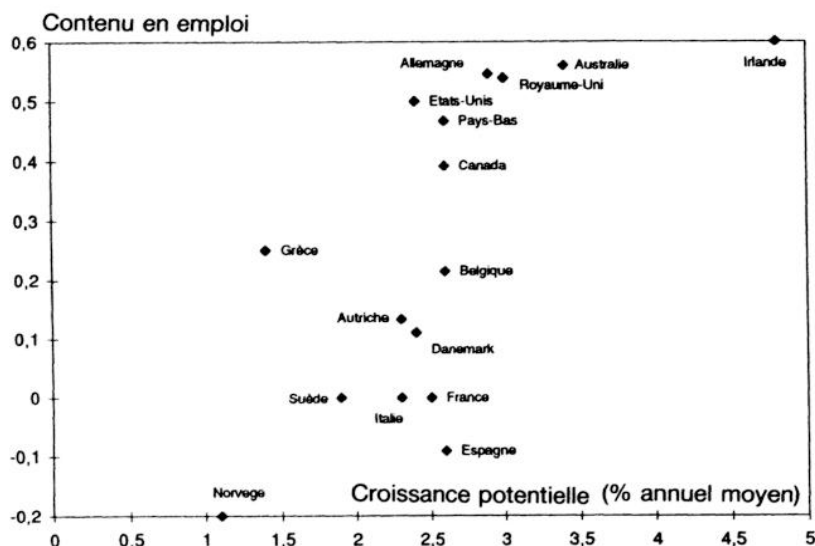
La référence allemande pèsera avec d'autant plus de force pour la trajectoire européenne que l'Allemagne n'est aujourd'hui guère loin, quoiqu'en deçà, de son niveau potentiel ou normal d'activité (graphique 8). Si les politiques monétaire et budgétaire allemandes confirment leur prudence et limitent la croissance germanique à son rythme potentiel dès lors que ce niveau normal sera atteint, la poursuite de l'expansion de certains pays européens peut s'en trouver entravée, surtout si les circonstances les conduisent à retenir comme priorité première le redressement de déficits publics jugés excessifs. Si cette éventualité reste réduite pour 1995 en raison des effets d'entraînement encore dominants des échanges internationaux, elle pèsera davantage à l'horizon de 1996 pour réduire les performances de croissance des pays européens les plus vulnérables à cet égard. Le contraste entre les performances d'emploi des pays européens peut s'en trouver d'autant plus marqué que, jusqu'à présent, la différenciation entre les contenus en emploi de la croissance potentielle est plus sensible qu'entre les rythmes de cette croissance elle-même. Une croissance potentielle forte est certainement favorable à l'emploi, comme le suggère le graphique 9, mais, à croissance potentielle donnée, l'arbitrage entre l'emploi et les autres facteurs quantitatifs de la croissance (capital et durée du travail) varie fortement d'un pays à l'autre, comme le montre aussi ce même graphique. L'opposition des comportements allemand et français est claire sur ce plan.





8. Rapport du PIB au PIB potentiel

Sources : OCDE, estimations et prévisions OFCE.



9. La croissance potentielle du PIB des pays de l'OCDE et son contenu en emploi (1986-1993)

Légende : Le contenu en emploi de la croissance potentielle est défini comme le rapport entre la contribution de l'emploi à la croissance potentielle et la contribution de l'ensemble des facteurs de production (travail, capital, durée du travail), hors le progrès technique.

Source : OCDE.

Sans être insensibles au niveau toujours élevé des taux d'intérêt réels, les entreprises européennes semblent dotées d'une meilleure aptitude à la stabilité financière que ce n'était le cas au démarrage de la précédente période d'expansion. Par rapport à cette époque (1987-1988), les taux de profit sont aujourd'hui plus élevés et les taux d'intérêt réels un peu plus faibles. La récession a eu pour contrepartie le désendettement et de nouvelles suppressions de capacité. Les conditions de rentabilité et d'équilibre de bilan des entreprises européennes seraient ainsi plus favorables au cours de cette vague d'expansion. L'inégal assainissement des secteurs bancaires européens modère cependant cette appréciation et peut s'opposer dans les pays du Sud de l'Europe et la France au dynamisme des entreprises lorsque celles-ci feront davantage appel à des ressources externes.

La capacité des institutions financières et des Etats à consolider l'expansion engagée est aujourd'hui en question en Europe. Directement, à travers l'action contracyclique que peuvent exercer trop vite des agents financiers et publics aux comptes encore déséquilibrés, obérés par le poids des provisions ou des dettes ; indirectement, à travers les biais que continueraient à imposer à la répartition des revenus la rigidité et le niveau de taux d'intérêt que pratiquent des banques cherchant à rétablir leurs marges et que supportent des Etats déjà déficitaires. Le maintien des performances des entreprises et le rétablissement des comptes publics se feraient alors au détriment du revenu des ménages, alors même que la contribution de la demande interne de consommation à la reprise puis à l'expansion reste médiocre dans les pays européens. En 1996, ce problème se posera avec vigueur et, de son issue, dépendra en grande partie l'avenir de la présente phase d'expansion européenne : elle n'a pas encore découvert le « secret » de principes de répartition des revenus qui garantissent sa durabilité.

Chaque politique nationale, en Europe, a de bonnes raisons d'adopter un penchant contracyclique. Ce faisant, l'ensemble des pays européens risque d'avoir des difficultés à accéder de manière stable à un sentier de croissance potentielle qui, pourtant, leur est désormais largement commun. De bons critères de convergence ne devraient pas être exclusifs de règles de coopération facilitant l'accès collectif à un objectif harmonisé de croissance potentielle. Sans de telles règles, portant sur les gestions monétaires et budgétaires ainsi que sur les comportements financiers dans le cours de la transition à l'UEM, la crédibilité d'un pays particulier, qui chercherait à « forcer » ses performances de croissance, risque fort d'être introuvable. La nouvelle vague de désordres monétaires témoigne de cette versatilité de la reconnaissance de la crédibilité par les opérateurs financiers.

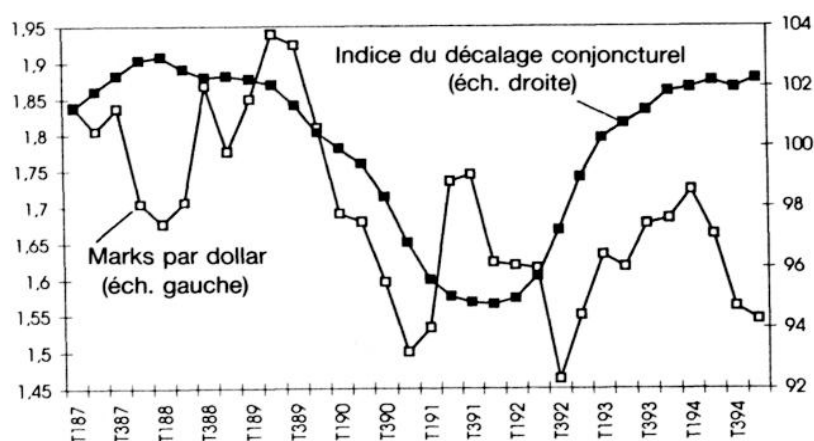
## **Nouvelle zone de turbulences monétaires**

### **Le dollar a raté son heure**

Dans un schéma où le taux de change du dollar contre les monnaies européennes évolue en fonction du décalage conjoncturel entre les deux zones, c'est au moment où le décalage conjoncturel entre Etats-Unis et Europe atteint son acmé (les Etats-Unis à proximité du pic conjoncturel, l'Europe en reprise ou encore dans une phase précoce du cycle) que le dollar croît le plus vite contre les monnaies européennes. A ce moment en effet, les rendements courts sont favorables au dollar (la politique monétaire est plus restrictive aux Etats-Unis) et les rendements longs, plus-values incluses, aussi (car les taux longs prennent en compte des anticipations d'inflation qui faiblissent aux Etats-Unis et qui s'accroissent

en Europe). Le repli relatif des taux longs américains, bien qu'encore supérieurs à ceux de l'Europe, libère alors des espérances de plus-values favorables aux titres libellés en dollars. Evidemment, ce raisonnement ne vaut que pour une anticipation de long terme donnée du cours du dollar : cette anticipation est au dollar ce que la tendance est à une variable réelle soumise à des évolutions cycliques.

Durant le cycle antérieur, c'est bien, *grosso modo*, de cette façon-là que s'est comporté le dollar (voir, sur le graphique 10, sa hausse en 1988-1989, puis une phase de baisse associée à l'inversion du décalage conjoncturel en 1990-1991, à condition de lisser la reprise accidentelle du dollar provoquée par la guerre du Golfe). Par rapport à cette référence, dans le cycle conjoncturel en cours, le dollar est monté à la fois trop tôt (en 1992-1993) et trop peu. Que peut-il faire maintenant, alors que sa baisse intervenue depuis le début 1994 va à l'encontre du schéma énoncé précédemment ?



10. Taux de change dollar contre mark et décalage conjoncturel entre Etats-Unis et Allemagne

Légende : Le décalage conjoncturel est mesuré par le rapport entre l'écart du PIB américain relativement à son niveau potentiel (PIB/PIB potentiel) et l'écart correspondant en Allemagne.

Sources : OCDE, estimations OFCE.

Plusieurs éléments sont à prendre en compte :

— Il est peu probable, désormais, que l'évolution attendue des rendements comparés soit favorable aux titres en dollars. La politique monétaire américaine a sans doute fait l'essentiel du chemin de son resserrement (a fortiori si elle est incitée à une certaine souplesse pour éviter de nouveaux ennuis au peso mexicain), tandis que l'Europe en a terminé avec le relâchement ; les rendements des titres longs américains (toujours plus-values incluses) bénéficieront progressivement, une fois dépassées les menaces de nouveaux troubles obligataires, de la confirmation de la maîtrise de l'inflation, mais les rendements européens peuvent bénéficier aussi d'une offre d'épargne accrue par la reprise, tant que les anticipations inflationnistes suscitées par cette dernière restent faibles.

— L'intégration des marchés financiers internationaux empêche dans une certaine mesure les rendements comparés de refléter l'état différencié des conjonctures : elle unifie trop vite (imparfaitement mais effective-

ment) les taux nominaux. La structure par échéance des taux américains est bien cohérente avec le déroulement du cycle américain, mais les écarts de taux entre Etats-Unis et Europe ne reflètent qu'imparfaitement la différenciation des conjonctures. Les taux réels sont peut-être plus influencés par la convergence des croissances potentielles attendues (un même monde technologique, où le niveau de productivité marginale du capital s'unifie) et les taux nominaux par la faiblesse commune des perspectives fondamentales d'inflation.

— Le cours anticipé du dollar à long terme peut être affaibli par les difficultés de l'insertion internationale des Etats-Unis : cumul des déficits extérieurs américains ; déstabilisation de l'environnement régional américain. Ces facteurs génèrent un excès d'offre de dollars (pour financer le déficit courant des Etats-Unis ou soutenir l'Amérique latine) face à une demande affaiblie par la volonté des détenteurs internationaux de patrimoines de limiter la composante en dollars de ce patrimoine.

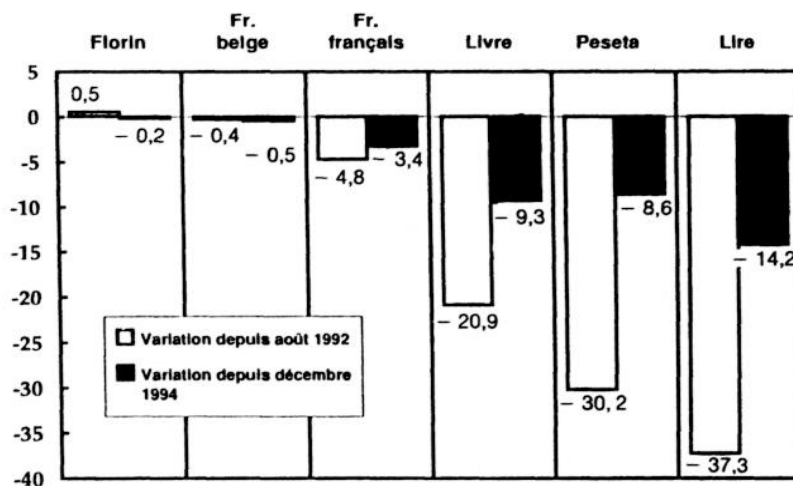
Dans ce cas de figure, c'est bien une surréaction à la baisse que subit le dollar en 1995. Pour que les titres en dollars retrouvent un rendement comparatif suffisant, il faut que le dollar se déprécie par rapport à sa valeur de long terme attendue, de telle sorte que l'espérance de réappréciation contribue positivement à ce rendement. Ce qui pose deux questions : que peut-on considérer aujourd'hui comme une valeur raisonnable du dollar à long terme ? Quand le dollar sortira-t-il d'une phase négative de surréaction pour revenir vers sa référence de long terme ? Si on pense que l'invalidation par la conjoncture du schéma interprétatif rappelé au début n'est que transitoire, la réponse à la seconde question dépend de l'évolution comparée des cycles américain et européen. Si, en Europe, l'expansion reste suffisamment prononcée pour susciter de premières tensions inflationnistes, alors le dollar pourrait remonter à horizon de la fin 1996 en direction de sa valeur modérée de long terme. Il décrira dans cette hypothèse, retenue par la présente chronique, un beau V sur l'horizon de prévision. Mais si la surréaction baissière en cours du dollar impressionne trop les opérateurs au point de jeter de nouveau le trouble sur les marchés de titres, c'est éventuellement après une nouvelle crise, une fois les positions spéculatives dénouées, que les « fondamentaux » pourraient reprendre le dessus et faire converger le dollar vers cette valeur de long terme.

## **Le papillon mexicain**

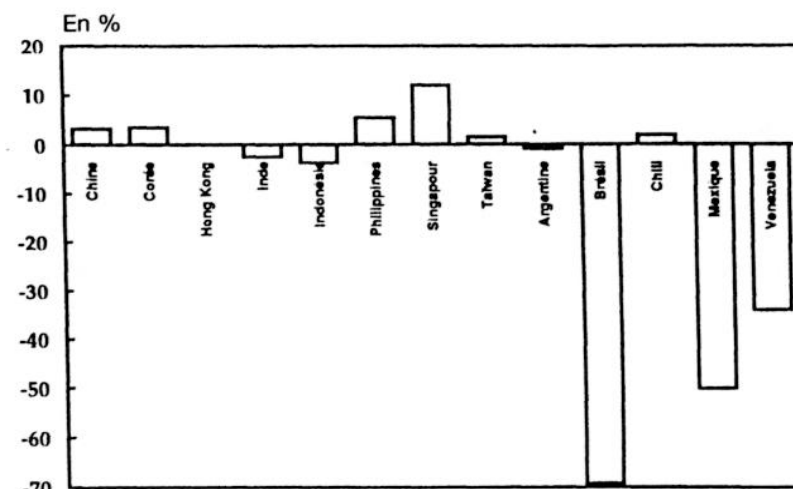
Dans un contexte où la baisse du dollar joue en faveur d'une atténuation du déficit courant américain et facilite son financement futur en accroissant le rendement anticipé des actifs émis Outre-Atlantique, la crise du peso apparaît plus comme le catalyseur de la dépréciation de la devise américaine que comme sa cause fondamentale. Structurellement, néanmoins, la chronique des événements financiers du début d'année a révélé aussi les servitudes que l'A.L.E.N.A. pouvait imposer aux autorités monétaires américaines et qui renforcent la défiance sur leur capacité de contrôle des liquidités internationales en dollars. Par contraste, la volonté

toujours affichée par l'Allemagne de garder la maîtrise de la zone mark, mêlée à un altruisme régional très sélectif, n'a pu que renforcer la crédibilité en la devise allemande.

L'année 1995 s'ouvre donc sur une nouvelle bourrasque monétaire qui, partant du Mexique, a déstabilisé l'ensemble des monnaies de l'A.L.E.N.A. puis du S.M.E (graphiques 11). Cette crise de change rappelle à première vue l'analogie à laquelle se réfèrent les physiciens pour décrire le chaos, où « le battement d'aile d'un papillon à Pékin provoque un ouragan en Californie ». Un phénomène régional (l'effondrement du peso) a provoqué une tourmente mondiale. Tout commence en décembre avec la brusque correction par les marchés de la parité de la monnaie mexicaine, au marché étroit, et notoirement surévaluée par une politique d'arrimage au dollar. Après la décision de mise en flottement du peso, son cours est ramené en l'espace de quelques jours à sa parité de pouvoir d'achat. Partant de là, plusieurs vagues spéculatives, particulièrement violentes les troisièmes semaines de janvier et de février, puis lors de la première quinzaine de mars, ont propulsé le yen et le deutsche mark à la mi-mars, plus de 12 % au dessus de leur parité moyenne du



11a. Variation, en %, des devises européennes vis-à-vis du mark depuis août 1992 et depuis décembre 1994 <sup>(1)</sup>



11b. Variation des devises des pays émergents vis-à-vis du dollar, depuis mars 1994 <sup>(1)</sup>

(1) Moyenne de la 3<sup>e</sup> semaine de mars

Sources : Financial Times, The Economist.

mois de décembre vis-à-vis du dollar. L'aversion pour le risque, soudainement réanimée par la crise mexicaine, a déstabilisé par un effet de domino, les devises des pays les moins vertueux en matière de maîtrise des équilibres financiers : la lire (qui a perdu 14,2 % de sa valeur en mark de décembre à la mi-mars), la peseta (- 8,6 %), l'escudo (- 3 %), la couronne suédoise (- 8 %) et plusieurs monnaies latino-américaines (brésilienne et vénézuélienne surtout). Le dollar canadien s'érode quant à lui vis-à-vis du dollar (- 1,5 %) et a fortiori vis-à-vis du deutsche mark. La livre, dont la parité se déprécie de 9,3 % par rapport au deutsche mark, est moins pénalisée par la gestion de ses déficits que par son couplage au dollar depuis plusieurs trimestres. Elle s'est d'ailleurs sensiblement appréciée vis-à-vis de ce dernier, ce qui confirme sa capacité de résistance. Encore une fois, le marché global apparaît comme un lieu de contagion et d'amplification. Que le « nain peso » puisse faire basculer le « géant dollar » souligne la vulnérabilité du système financier mais surtout de la devise américaine. Certains voient dans cette crise une nouvelle étape décisive franchie dans le déclin du dollar en tant que monnaie internationale.

### **Une spéculation armée par la liquidité**

Cette version tend cependant à relativiser l'importance et la conjonction des chocs qui ont entraîné le dollar dans un nouveau canal baissier (tableau 2). La précédente chronique avait déjà souligné les risques d'instabilité que provoque le faible écart de rendements entre l'Europe (surtout l'Allemagne) et les Etats-Unis. Cette situation renforce la volatilité des flux de capitaux en les sensibilisant à l'extrême aux anticipations de change. La perspective d'une contraction des flux à destination des zones émergentes avait aussi été signalée dans un contexte d'importants besoins en capitaux de l'OCDE. Or une crise d'illiquidité devient rapidement équivalente à une crise d'insolvabilité, dans la mesure où la croissance et donc la rentabilité de ces zones est grandement conditionnée par l'importance des flux financiers qui s'y placent. Le reflux des capitaux hors d'Amérique latine est donc d'autant plus déstabilisant qu'il modifie du tout au tout la perception du couple rendement/risque. A l'engouement succède inévitablement la désaffection.

L'onde de choc, qu'a produite la crise du peso, provient donc en premier lieu de l'importance des liquidités qui se sont dégagées surtout d'Amérique latine, phénomène lié à la remise en cause des choix de diversification de portefeuille qui avaient prévalu au début de la décennie quatre-vingt-dix. Il est impossible actuellement de chiffrer leur montant. Ce qui paraît à peu près certain aujourd'hui, c'est que ce désengagement n'affecte pas de façon identique et mimétique tous les pays émergents. Le recul des bourses asiatiques est de bien moins grande ampleur (- 7,5 % exprimé en dollars depuis la fin de l'an dernier jusqu'au 10 mars), que celui des pays latino-américains (- 37,7 %). Parmi les premiers, les Philippines, l'Inde et le Sri Lanka sont les plus affectés. Sur le continent américain, le Mexique, le Brésil, l'Argentine, et le Pérou connaissent des baisses des actions supérieures à 30 % en dollar et en

2. Chronique de la crise financière du début d'année 1995

Dates	Facteurs et événements	Mouvements de capitaux	Marché des titres	Change
1990-1994 Fondement à moyen terme de la crise	*Demande Intérieure et déficits courants des pays émergents dopés par l'afflux de capitaux. *Faibles fonds propres des banques nipponnes au regard du ratio Cooke. Une chute du Nikkel rationne leur apport de liquidités sur les marchés Internationaux	*Diversification, parfois spéculative, des investisseurs, surtout américains, en direction des pays émergents. *Forte demande de capitaux liée à la réunification allemande et montée du financement court du déficit US (volatilité accrue)	Indexation des titres publics mexicains sur le dollar	*Tendance à la surévaluation de certaines monnaies des pays émergents en termes réels, en particulier du Peso. *Cours effectif du Peso fin août 94 : 3.45 \$. PPA estimée entre 5 et 6 \$
Fin décembre				<b>Flottement du Peso : chute de 50 % vis à vis du dollar</b>
Janvier	Premières émissions de dollars pour défendre le Peso.	Retrait massif des investisseurs institutionnels des marchés émergents. En particulier repli des fonds américains sur leur marché domestique	Remontée des cours obligataires et baisse des taux longs américains et européens	*Amorce de baisse du dollar, et refuge sur le yen et le mark. *Premières tensions au sein du SME, affaiblissement des monnaies d'Europe du Sud
17-Jan	<b>Tremblement de terre à Kobé</b>	Dépréciation de l'actif des banques nipponnes qui limite leur capacité de prêt sur les marchés Internationaux	Première baisse du Nikkel	Effritement passager du yen
Février	* Annonce par les Etats-Unis d'un plan de garantie d'emprunt mexicain de 47 milliards de \$ avec l'appui du FMI et de la BRI * Premiers défauts de paiement au Mexique * Fraglisation des fonds américains		* Les marchés obligataires profitent toujours du retour des capitaux investis dans les pays émergents * Wallstreet dopée par la baisse du dollar	* Exacerbation des craintes d'un excès d'offre du dollar. * Nouvelle chute du dollar qui attise les tensions Intra SME * Hausse du yen
Fin février début mars	* Clôture des bilans de l'exercice fiscal au Japon * 27 février, faillite de la Barings	Revente d'actifs étrangers par les investisseurs nippons	* Réalisation de certaines plus-values latentes et nouvelle chute du Nikkel * Onde de choc sur les autres places étrangères	* Le Peso passe très nettement au dessus de sa PPA (1\$=7.7 peso le 9 mars) * Dévaluation de la Peseta, glissement de la Lire
Mi-mars	Un nouvel équilibre n'est toujours pas atteint			

monnaie locale. Seuls trois pays, tous latino-américains (Mexique, Brésil et Venezuela), voient pour le moment la crise de désaffection des investisseurs se compliquer d'une crise de change.

Même ramenée à sa juste dimension, la désaffection des investisseurs occidentaux a mobilisé des liquidités susceptibles d'armer une spéculation de grande ampleur. La nécessité de se « refaire », pour les fonds qui avaient essuyé d'importantes pertes en Amérique latine, n'est probablement pas absente des vagues spéculatives qui se sont succédées. Plusieurs facteurs liés entre eux ont par la suite aggravé les tensions :

— Les interventions des banques centrales et le soutien dont a bénéficié le peso (en particulier le plan de garantie des emprunts de 50 milliards de dollars, associant la B.R.I. et le F.M.I., annoncé par la présidence américaine à la fin janvier) ont exacerbé les craintes d'un excès d'offre de dollars sur le marché des changes.

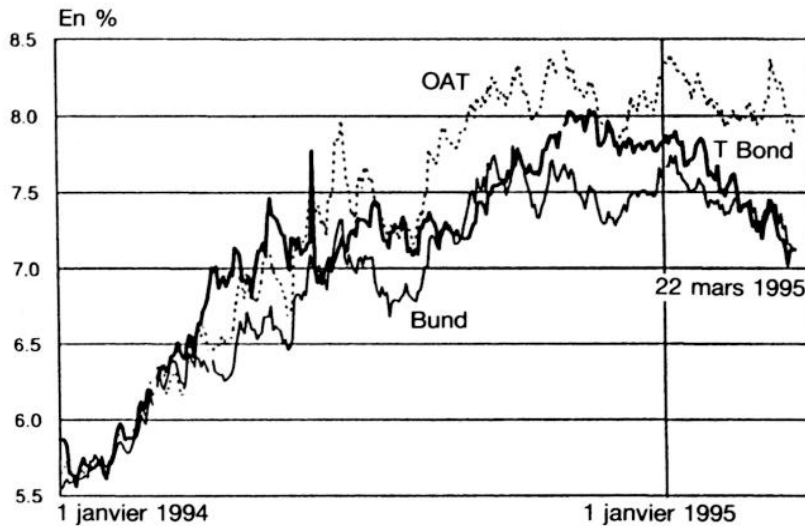
— Les premiers défauts de paiement mexicains, liés à l'incapacité des entreprises de rembourser des dettes libellées ou indexées sur un dollar renchéri, ont attisé les craintes d'une crise de paiement systémique qui s'étendrait au système financier américain.

— Le tremblement de terre de Kobé a influé sur la crise par son impact dépressif sur le Nikkei. La baisse de ce dernier, à l'origine des déboires de la Barings, a eu un impact désastreux en amplifiant l'inquiétude sur le risque d'une crise d'insolvabilité en chaîne des investisseurs occidentaux, liée à des prises de risque surdimensionnées par rapport à leurs fonds propres. Dépréciant l'actif des banques et des entreprises à un moment rapproché de la clôture des bilans de l'exercice fiscal de 1994, la baisse du Nikkei, a motivé le rapatriement massif d'actifs japonais à l'étranger, essentiellement libellés en dollars et a ralenti les placements à l'étranger des banques. Ces arbitrages, contractant l'offre de yens et accroissant l'offre de dollars, ont encore aggravé la crise.

Contrastant avec le désordre des changes, les marchés obligataires des grands pays de l'OCDE ont traversé ce chaos avec une orientation haussière qui pourrait surprendre à première vue (graphique 12). Lors des précédents trimestres leur destin paraissait étroitement lié aux anticipations sur le dollar. Il n'en a rien été au cours des trois derniers mois. Comme annoncé lors de la précédente chronique, ces derniers n'ont pas franchi de nouveau palier de baisse. Ils ont en plus amorcé une reprise à partir de janvier qui a déjoué les anticipations. Cet écart tient au soudain reflux des capitaux placés dans les pays émergents, qui a accru la liquidité des marchés occidentaux, et à la modération de l'inflation constatée et anticipée aux Etats-Unis. Les grands fonds américains, qui s'étaient le plus diversifiés sur les pays émergents d'Amérique latine, se sont en particulier repliés sur leur marché national où le risque de change était absent. Le marché américain a été de ce fait, compte tenu de cette spécialisation poussée sur les pays d'Amérique latine, le principal bénéficiaire de ce surcroît de liquidité. Les taux à 10 ans ont décliné de 70 points de base entre la fin décembre et la mi-mars, sensiblement plus qu'en Allemagne (50 points) malgré l'attrait suscité par le deutsche mark.



Contrairement à la période précédente, où les mauvaises anticipations de change exacerbèrent le manque de liquidité (d'origine étrangère en particulier) du marché obligataire américain, la déstabilisation du dollar s'est produite dans un contexte de rapatriement de dollars placés dans des zones à risque. De plus, le marché américain demeure un refuge pour son voisin canadien, dont la devise a plus souffert de la crise.



12. Taux d'intérêt nominaux à 10 ans

Sources : Presse quotidienne.

## Découplage en vue entre marchés américain et européen

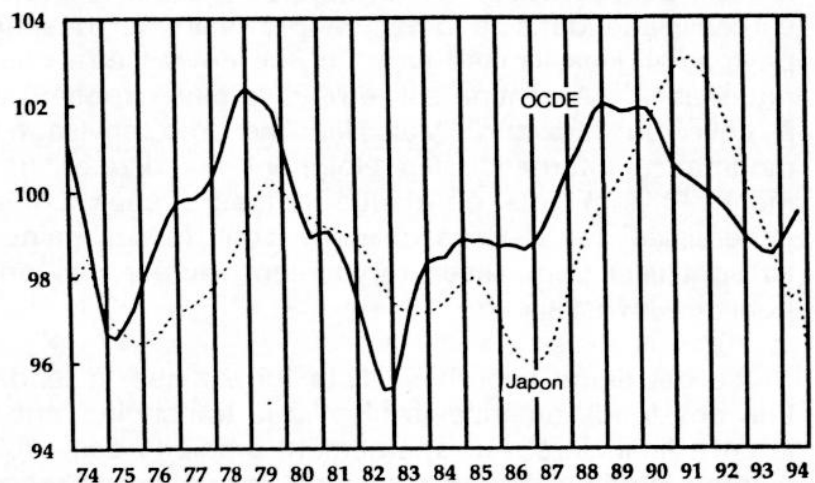
La détente des marchés obligataires est donc étroitement liée au caractère, provisoire ou non, des flux dont ils viennent de bénéficier. Faut-il seulement envisager une sélectivité accrue à l'égard des pays émergents ou une désaffection plus durable qui aggraverait la crise financière de ces pays et amplifierait encore le désengagement à venir et le repli sur les marchés développés ? C'est le premier point de vue qui est envisagé dans la présente prévision. La désaffection à l'égard des pays asiatiques, limitée jusqu'ici, ne devrait être que provisoire. En Amérique latine, l'Argentine est le pays le plus exposé à une crise comparable à celle du Mexique. Mais les mesures envisagées par les autorités monétaires internationales éloignent les risques de cessation de paiement. Et tant que ce risque demeure sous contrôle, la dépréciation généralisée des devises de cette zone (et les gains de compétitivité qui lui sont liés) peut assez rapidement recréer des opportunités de profits pour les investisseurs.

La deuxième hypothèse faite ici est que la tendance à la diversification des fonds américains n'est que transitoirement remise en cause par la crise financière. Au rapatriement précipité des capitaux étrangers sur le marché intérieur devrait succéder une phase de reconstitution des portefeuilles internationaux, plus vigilante à l'égard des risques. Ce mouvement, plus de possibles retours d'inflation, même mineurs, aux États-

Unis, devraient rapidement gommer la surréaction haussière des derniers mois sur le marché obligataire américain. Cette réaffectation des portefeuilles américains pourrait, a contrario, atténuer les tensions qui spontanément s'accroissent en Europe. Dans un second temps, à partir du quatrième trimestre 1995, le dollar ayant atteint son point bas, et le ralentissement de la demande intérieure américaine étant enfin franchement confirmé, les taux longs américains pourraient refluer, d'autant que le financement étranger du déficit des paiements ne sera plus contrarié par les anticipations de moins-values sur le change. En Europe, le mouvement immédiat de hausse des taux longs paraît d'ores et déjà très largement acquis. La vigilance de la politique monétaire allemande, dont le resserrement pourrait intervenir dès le début du second semestre de 1995 devrait stabiliser les anticipations d'inflation et contenir les risques de dérive ultérieure des taux longs. Une amorce de décrue n'est envisagée que vers la fin de l'année 1996.

L'impact du financement du tremblement de terre de Kobé sur l'exacerbation des tensions entre épargne et investissement est ici minimisé. Jusque là l'influence de Kobé a joué par des canaux détournés sur la formation des cours : la chute de la Barings, et l'incitation des investisseurs nippons à réaliser les plus-values à l'étranger à la suite de la dépréciation du Nikkei et en vue de la clôture de leurs bilans pour l'année fiscale qui s'achève en mars, ont été préjudiciables au dollar à court terme. Mais plus fondamentalement subsiste la question de l'impact de la mobilisation accrue de son épargne par le Japon à des fins internes. Cet arbitrage rendu nécessaire par la reconstruction de la zone sinistrée peut-il accroître les tensions sur le marché mondial de l'épargne ? L'optique optimiste privilégiée ici prend en compte le fait que le besoin d'investissement, suscité par la reconstruction, se produit dans un contexte d'élasticité suffisante de l'offre productive au Japon et à l'étranger. Au regard du degré des tensions actuelles entre le produit intérieur brut et la production potentielle dans les pays industrialisés (graphique 13), le surcroît d'investissement nécessaire pourrait se réaliser sans tensions financières majeures.

13. PIB/PIB  
potentiel de  
l'OCDE et du  
Japon (1)



(1) Etats-Unis, Japon, Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni, Espagne.

Sources : OCDE, calculs OFCE.

## **1. Un premier bilan de la crise du peso mexicain**

### **Le contexte économique et politique**

L'administration Salinas a proposé au début de sa législature un plan de développement pour la période 1989-1994. Quatre objectifs étaient fixés : accroître la disponibilité des ressources, stabiliser les prix, moderniser les structures économiques et réformer la fiscalité par une réorientation des dépenses publiques. Il s'agissait alors d'améliorer l'allocation des ressources au sein des circuits économiques internes plutôt que de continuer à favoriser les transferts à l'extérieur, afin de dynamiser l'investissement et renforcer la productivité. Les résultats de cette stratégie au niveau de l'inflation furent largement positifs : de 20 % en 1989, elle est passée à 8 % en 1993 et 7 % en 1994. Les finances publiques ont connu un léger excédent en 1993, confirmé en 1994. La dette publique consolidée ne représentait plus en 1994, avant la dévaluation, que 31 % du PIB (contre 85 % en 1982 et 75 % en 1988). Des changements structurels ont également été entrepris, les plus importants étant les privatisations, l'ouverture de l'économie mexicaine avec l'ALENA et les mesures de dérèglementation. Jusqu'en 1992, l'économie enregistre une croissance très forte de la consommation (consécutivement à l'ouverture de l'économie) et de l'investissement (consécutivement à la nécessaire reconstitution d'un stock de capital obsolète), supérieure à celle du PIB. Le niveau élevé de la consommation et la politique de glissement maîtrisé puis, en 1994, de défense du taux de change ont entraîné l'appréciation réelle du peso et la montée du déficit des paiements courants (24,8 milliards de dollars en 1992, 22,3 en 1993, et 22,1 sur les trois premiers trimestres de 1994). Le financement de ce déficit, s'est fait principalement par des entrées de capitaux à court terme.

### **Origines et déroulement de la crise**

Les premiers doutes sont venus avec les incertitudes sur la négociation de l'ALENA (1991-1993) et les troubles politiques survenus en 1994. Mais la dégradation du solde courant (8 % du PIB et plus de 50 % des exportations de biens et services en 1994), l'appréciation du taux de change réel et le financement excessif octroyé au secteur privé par les banques de développement <sup>(1)</sup> sont autant de facteurs de fond. La dégradation de la vie politique interne et de l'environnement économique extérieur (avec la montée des taux américains) a simplement joué le rôle de catalyseur. L'accusé principal dans cette crise reste néanmoins la politique de change : à l'origine imposé comme arme anti-inflationniste, le choix d'un taux de change fixe s'est révélé inadapté et insoutenable, dès lors qu'aucune mesure compensatrice n'était prise pour freiner la progression du déficit courant. Comblé un déficit commercial croissant avec des entrées de capitaux massives était recevable tant que le Mexique avait la faveur des investisseurs. Dès les premiers doutes et la naissance d'un risque politique, l'arbitrage classique rendement / risque a joué à l'excès, et les capitaux ont commencé à s'orienter vers des placements aussi rémunérateurs mais plus sûrs (comme les titres américains). Craignant une dévaluation génératrice d'inflation, le gouvernement mexicain est largement intervenu pour soutenir le taux de change, mais au risque d'un épuisement de ses réserves de change, qui sont descendues à 6 milliards de dollars en décembre 1994, soit à peine 10 % des importations annuelles de biens et services. Pour

(1) Au 20 décembre 1994, la part des Tesobonos, c'est-à-dire les bons du Trésor mexicains indexés sur le dollar, dans le total des titres publics détenus par le secteur privé se montait à 60 %, contre 8 % en décembre 1993 et près de 1 % en décembre 1992.

faire face à ce seuil, le gouvernement a choisi d'émettre massivement des titres à court terme indexés sur le dollar, qu'il n'a pu, à terme, honorer. La décision fatale de la dévaluation a été finalement prise le 20 décembre 1994 : le Président Zedillo a tout d'abord annoncé une dévaluation de 14 %, avant d'accepter le flottement de la monnaie mexicaine.

Depuis cette date, le peso n'a cessé de se déprécier par rapport au dollar. La mise en place d'un plan de sauvetage et de lignes de crédit par les Etats-Unis (20 milliards de dollars), le FMI (17,8 milliards de dollars), la BRI (10 milliards de dollars) et des banques commerciales (3 milliards de dollars) a momentanément freiné la chute, jusqu'à ce que les premières conséquences de la dépréciation se fassent sentir au niveau interne, telles que l'annonce de licenciements massifs et la survenance de faillites bancaires.

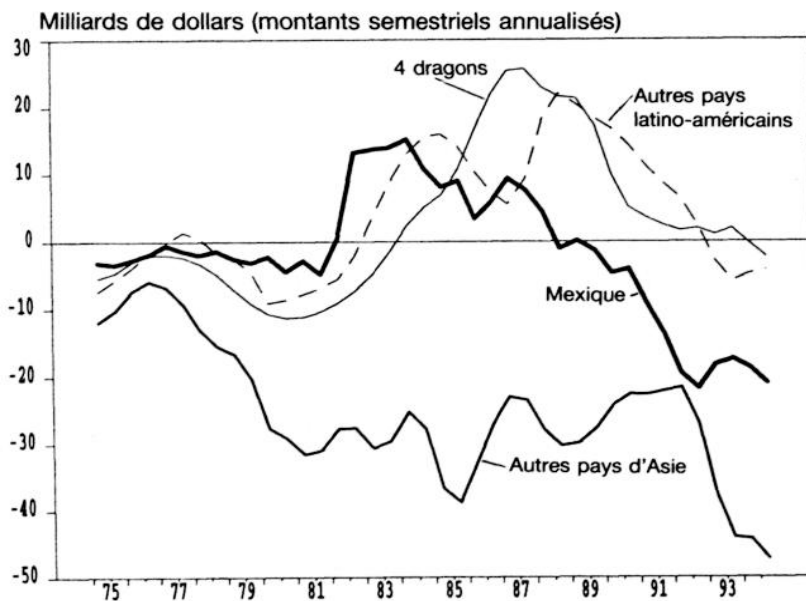
#### **Perspectives et risques**

La crise actuelle est une crise de défiance qui présente des différences avec celle de 1982. Elle ressemble plus au type de crise qui peut aussi frapper un pays développé confronté à un taux de change inadapté, comme ce fut le cas en 1992-1993 pour la Grande-Bretagne ou pour l'Italie. Les marchés financiers ont traité le Mexique comme tel, mais l'ajustement s'est avéré d'autant plus violent que le marché du peso mexicain reste d'une taille limitée. C'est la surréaction des marchés financiers qui est porteuse de risques, plus que la dévaluation même du peso. Cette surréaction et une défiance injustifiée ont accéléré les effets de domino et de contagion aux pays voisins d'Amérique Latine. Des effets de propagation progressifs sont néanmoins à attendre par l'intermédiaire des ajustements commerciaux régionaux, car la compétitivité des autres pays latino-américains va souffrir de la dépréciation du peso. Dans l'immédiat, la crise de confiance s'étend à des pays qui ne bénéficient pas d'un partenariat commercial aussi solide que l'ALENA et ne verront jamais mobiliser pour eux des sommes aussi importantes que celles mobilisées pour le Mexique (et aussi rapidement). Les perspectives d'ensemble de l'Amérique Latine s'en trouvent affaiblies.

## **Vers l'infléchissement progressif du commerce mondial et la réactivation des tensions concurrentielles**

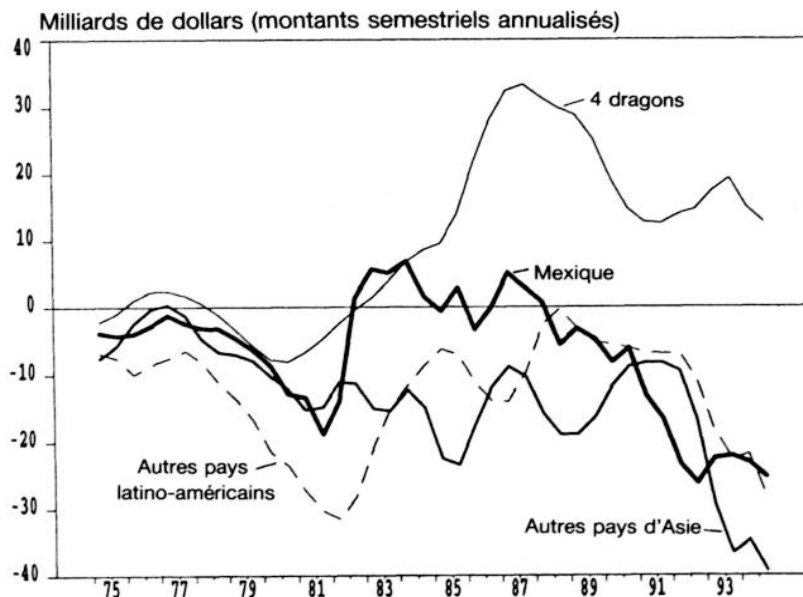
Après la phase favorable d'expansion conjointe des flux d'exportations à destination des différentes zones, c'est une différenciation progressive qui va caractériser l'évolution de ces flux en 1995 et 1996. Le ralentissement de l'activité des Etats-Unis se transmettra à leurs importations. Les mouvements contrastés du dollar à l'égard des monnaies européenne et japonaise d'une part, des autres monnaies du continent américain d'autre part, répercuteront ce ralentissement prioritairement sur les membres non-américains de l'OCDE. Sous la contrainte de restrictions monétaires s'imposant aux pays dont la monnaie se dévalue, le retournement des importations latino-américaines sera encore plus franc

qu'aux Etats-Unis et devrait signer le terme de leur phase d'expansion rapide, qui prévalait depuis 1987-1988. Sous l'impulsion du Mexique, contraint de procéder à un rééquilibrage de sa balance des paiements, le volume des importations sud-américaines baissera en 1995 et 1996, même si l'inflexion est beaucoup plus progressive chez ses partenaires du continent. Dans l'ensemble, les autres pays latino-américains n'ont pas connu le même dérapage des importations que le Mexique et leur balance commerciale agrégée reste sous contrôle. La détérioration des paiements courants est cependant nette et les déficits courants connaissent une évolution et un niveau agrégés similaires à ceux du Mexique (graphiques 14 et 15). Les pays latino-américains autres que le Mexique seront incités, afin de prévenir un nouvel accident financier, à stabiliser



14. Balances commerciales des NPI asiatiques et latino-américains

Source : OCDE, perspectives économiques décembre 1994.



15. Balances courantes des NPI asiatiques et latino-américains

Source : OCDE, perspectives économiques décembre 1994.

ces déficits et à contenir la croissance des importations dans la limite de celle des exportations, elle-même freinée par le ralentissement des Etats-Unis.

En Asie, la poursuite d'une dynamique régionale autonome bénéficiera du redressement japonais, même si, bien souvent, le Japon ne vient qu'en seconde position après les Etats-Unis pour les marchés d'exportation de la région. Si les quatre dragons ont pour caractéristique l'équilibre commercial et disposent d'excédents courants non négligeables, des déficits courants importants sont apparus ou persistent dans d'autres pays asiatiques (la Chine, bien qu'un redressement ait pu intervenir en 1994, et aussi la Thaïlande et la Malaisie). Le syndrome mexicain incitera ces pays à être plus attentifs au rééquilibrage durable de leur balance courante. Il pourrait en résulter un ralentissement modéré des importations asiatiques en 1996, qui les laissera encore sur un rythme élevé mais inférieur à 10 % l'an.

D'autres régions du monde sortent de périodes de léthargie et contribueront positivement en 1995 et 1996 à l'expansion du commerce mondial. C'est le cas de l'Afrique, dont les importations, dopées en 1993 par l'anticipation de la dévaluation du Franc CFA et freinées en 1994 par cette même dévaluation, bénéficieront en 1995 du bon niveau acquis de prix des matières premières et de meilleures performances de croissance dans plusieurs pays. L'amélioration est cependant précaire, dépendante de la tenue des prix des matières premières et, pour cette raison, il est peu probable qu'elle se renouvelle avec la même intensité en 1996. Les pays de l'OPEP, qui ont connu une croissance modérée de leurs importations en 1994, devraient enregistrer une certaine accélération en 1995-1996, favorisée par un redressement limité du prix du pétrole mais contenue par les exigences de redressement des équilibres macroéconomiques de ces pays.

La croissance des importations des pays de l'Est poursuivra sur sa lancée, mais sans excès. Les comptes courants sont le plus souvent serrés, parfois quelque peu excédentaires (République tchèque, Russie), quelquefois aussi en franc déséquilibre (Hongrie, où ils ont été couverts, il est vrai, par de fortes entrées de capitaux). Ils sont le plus souvent en déficit modéré. Les gouvernements feront effort pour qu'ils restent au voisinage de l'équilibre. La croissance des importations sera positive mais contenue. Elle pourrait accélérer plus franchement en 1996 si la Russie parvient enfin à mieux maîtriser la mise en œuvre et le rythme de ses réformes structurelles et à inverser franchement l'orientation dépressive de l'activité. Ce sera difficilement le cas dès 1995, même si la seconde moitié de l'année 1994 paraît marquer une stabilisation de l'activité après sa forte chute du début d'année. Les résurgences inflationnistes, la fragilité du rouble, l'exigence de discipline budgétaire ne faciliteront pas dans l'immédiat une réactivation plus nette de l'activité.

Ces évolutions conduisent à attendre une croissance d'ensemble du commerce mondial quelque peu ralentie après l'excellente performance de 1994. Encore faible en moyenne annuelle pour 1995 (+ 9 % pour les

importations mondiales), ce ralentissement s'inscrira progressivement et nettement dans la chronique des évolutions semestrielles. Il sera ainsi plus tangible dans la moyenne annuelle de 1996 (+ 7 %). Il n'atteindra néanmoins l'Europe qu'en 1996 car, en 1995, la demande spécifiquement adressée aux pays européens bénéficiera d'un meilleur dynamisme relatif de leurs zones privilégiées d'exportation. Evidemment, l'évolution du commerce intra-européen lui-même sera décisive pour conforter cet environnement relativement plus favorable à l'Europe. En 1995, les flux d'importation de la plupart des pays européens connaîtront une accélération significative. Ils seront impulsés par la reprise de l'investissement, évolution déjà sensible dès 1994 dans les pays européens les plus engagés dans cette phase de l'expansion conjoncturelle (comme les pays scandinaves, en raison du coup de fouet des dévaluations et d'une vague d'investissement nécessitée par l'ampleur des déclassements et rationalisations, intervenus au cours d'une récession inhabituellement vive). En 1996, en revanche, la croissance des importations européennes entamera un ralentissement, surtout de la part des pays européens éprouvant le plus nettement la double contrainte du rythme accessible de croissance et de forts déficits budgétaires structurels, comme les pays méditerranéens et scandinaves. La meilleure phase de l'expansion du commerce international sera passée. Les pays européens devront alors bénéficier d'un relais par la croissance de leur demande interne pour que soit garantie la poursuite de leur expansion. L'échéance sera délicate, compte tenu des contraintes de différents ordres — le respect des normes de convergence édictées par le Traité de Maastricht et le jugement des marchés qui pèsent sur la définition des politiques économiques.

Au cours de 1995 et 1996, la nature des dérives monétaires actuelles tendra à reproduire les mouvements de parts de marché enregistrés depuis deux ans. Au sein de la concurrence entre pays de l'OCDE, les pays anglo-saxons et méditerranéens bénéficieront du bas niveau actuel de leurs devises, tandis que la France en souffrira de nouveau. Le mouvement global et apparent des parts de marché de ces pays est cependant affecté par d'autres facteurs : la France améliore sa capacité de pénétration commerciale, tandis que la restauration des compétitivités sud-américaines laissera les Etats-Unis toujours vulnérables à la concurrence de leurs voisins. La pondération de ces facteurs amène à attendre une stabilité globale des parts de marché pour la France, sur la base du niveau plutôt favorable acquis fin 1994. Elle suggère en revanche la poursuite de leur effritement pour les Etats-Unis, en dépit des gains qu'ils enregistreront à l'égard de leurs concurrents de l'OCDE. L'Allemagne bénéficiera, quant à elle, de l'appel à son industrie de biens d'équipement que suscite la maturation du cycle d'investissement européen. Elle sera près d'achever la normalisation de ses parts de marché, qui effacera la perte subie après 1991. Le Japon ne freinera que progressivement, surtout en 1996, la poursuite de ses pertes de parts de marché en volume.

## 2. Pétrole : la détente sous conditions

Un raffermissement des prix du pétrole s'était opéré durant le premier semestre 1994 sous l'effet d'une reprise de la consommation mondiale et de certains événements ponctuels, comme la grève dans le secteur pétrolier nigérian. Néanmoins, le maintien d'une situation globalement détendue est pour partie imputable à l'augmentation de l'offre de la zone non OPEP. Celle-ci a permis, en dépit d'une progression de 1,2 million de barils/jour de la demande mondiale, de limiter la demande adressée à l'OPEP à 24,6 mbj en 1994, soit seulement 0,2 mbj de plus qu'en 1993. La production en provenance de la zone de la Mer du Nord et, en particulier, du Royaume-Uni, a contribué pour beaucoup à contrecarrer les efforts de l'OPEP visant à une remontée des cours. Poussée par ses difficultés financières et acculée à adopter le programme d'ajustement du FMI, l'Arabie Saoudite aurait par ailleurs contribué récemment au dépassement des quotas de production de l'OPEP, fixés à 24,52 mbj pour 1994 et 1995.

*Situation du marché du pétrole (en millions de barils/jour)*

	1993	1994	1995	1996
<b>Demande</b>				
Consommation OCDE	39,1	39,9	40,7	42,0
Consommation Monde	67,1	68,2	69,5	71,4
<b>Offre</b>				
Production non OPEP	40,5	41,1	41,9	42,1
Production OPEP	27,0	27,3	27,6	29,3
<b>Variation des stocks</b>				
OCDE	0,2	0,2	0	0
Monde	0,4	0,3	0	0

Sources : AIE, prévisions OFCE.

Pour l'heure, il semble qu'aucune tension ne se profile à l'horizon des prochains mois sur le marché du pétrole. En effet, la révision à la baisse des perspectives de croissance en Amérique Latine modèrera l'accroissement de la consommation de pétrole liée à la forte croissance économique de la zone OCDE. L'augmentation de l'offre de cette même zone compenserait la réduction de la production en provenance de la CEI et contribuerait alors à limiter la demande adressée à l'OPEP. L'hypothèse d'une levée de l'embargo sur l'Irak au tournant 1995-1996 atténuerait par ailleurs les tensions sur les capacités de production de l'OPEP, dont le taux d'utilisation est estimé à l'heure actuelle à 88 %. De l'ordre de 0,55 mbj à l'heure actuelle, la production de l'Irak pourrait, une fois l'embargo levé, passer à 2 mbj. Les risques de déstabilisation du marché seront limités mais l'absence de tensions prononcées en sera confortée. L'autre interrogation relative à l'approvisionnement de l'offre pour les prochains mois concerne l'évolution des exportations nettes de la CEI, fortement dépendante de la législation. Dans l'ensemble, la progression du prix du baril de Brent resterait contenue et ce prix pourrait atteindre 18,5 dollars à la fin 1995, puis 19,5 dollars à la fin 1996.



## Etats-Unis : le *fine tuning* à l'épreuve du dollar faible

Le dynamisme de l'année 1994, grâce surtout à la consommation et à l'investissement productif, a surpris nombre d'observateurs qui doutaient d'une telle capacité d'auto-entretien de l'expansion américaine. La vigueur et la continuité de l'expansion américaine donnent à penser que l'économie américaine se place désormais sur un sentier de croissance potentielle un peu plus élevé que par le passé. En ce début d'année 1995, les signes du ralentissement attendu restent encore contradictoires, mais une convergence se dessine entre différents indicateurs pour conforter le sentiment d'un ralentissement progressif et maîtrisé. La fin de cette phase d'expansion, qui sollicite de façon fort traditionnelle certains facteurs de blocage repérables dans les cycles antérieurs, manifeste un retour du *fine-tuning*, du réglage en finesse de la conjoncture qui avait si bien réussi au meilleur moment des Trente Glorieuses et qui témoigne peut-être d'un apprentissage des mutations institutionnelles intervenues depuis une quinzaine d'années. Ce scénario, plutôt optimiste, de l'atterrissage en douceur suppose cependant que la dégradation récente de l'environnement régional américain et la perte de confiance des détenteurs internationaux de capitaux dans le dollar ne contaminent pas l'économie interne des Etats-Unis, par le biais par exemple d'une crise de défiance à l'égard des actifs américains ou de l'ébranlement de certaines institutions financières.

### L'année 1994 se termine en beauté

Principale caractéristique de l'année 1994, la croissance dynamique du PIB ne s'est pas démentie jusqu'en fin d'année (4,6 % en rythme annuel au quatrième trimestre et 4 % en moyenne sur 1994). La croissance de la production industrielle est restée forte, comme le laissait préfigurer l'évolution de l'indicateur composite avancé en début d'année : en glissement annuel, elle a été de 5,5 % au quatrième trimestre. Cette croissance vient principalement de la production d'automobiles (et aussi d'ordinateurs) dopée par l'attrait des nouveaux modèles incitant les ménages au renouvellement de leur parc. Si l'on exclut ces facteurs, la croissance du PIB au quatrième trimestre reste dans la foulée du rythme annuel de 4 % enregistré au troisième. Le taux d'utilisation des capacités de production industrielles a continué d'augmenter pour atteindre 85,5 % en janvier 1995, sans que les tensions inflationnistes liées à un tel niveau et à un taux de chômage (5,4 % en février) jugé inférieur à son niveau non inflationniste, ne débouchent sur une accélération significative des hausses de prix. Les producteurs ont fait effort pour adapter leurs capacités à la demande perçue : en moyenne, sur 1994, l'investissement productif a crû de 13,7 %. Ce dynamisme compense la faiblesse de l'investissement résidentiel au cours du second semestre 1994, les premiers effets de la hausse des taux d'intérêt hypothécaires se faisant sentir. Finalement, la FBCF totale a augmenté, en moyenne, de 12,2 % en 1994.

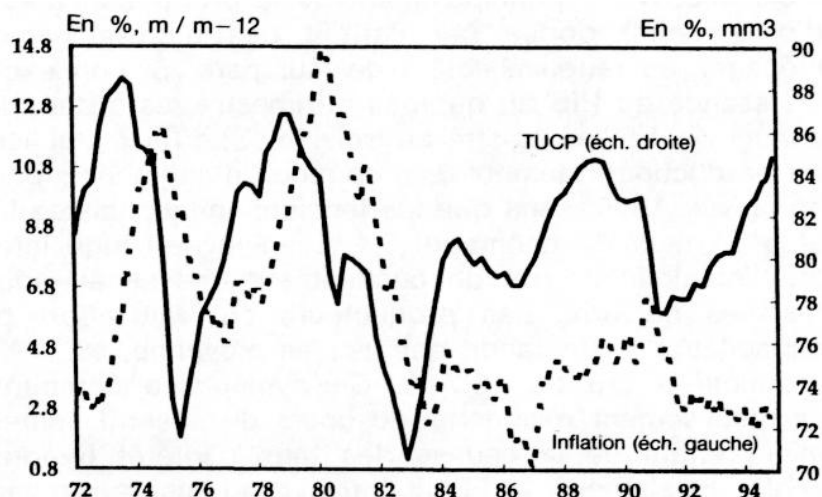
Le ralentissement de la consommation et des commandes de toute nature en milieu d'année, puis des créations d'emplois durant l'été, est apparu a posteriori plus comme une inflexion transitoire que comme l'amorce du ralentissement attendu. La consommation est restée dynamique (en moyenne annuelle 1994, 3,5 % pour l'ensemble et 8,5 % pour les seuls biens durables), particulièrement au dernier trimestre de 1994 (respectivement 1,1 % et 4,3 %, en rythme trimestriel). La demande finale de biens d'équipement par les entreprises et de biens durables par les ménages a ainsi fortement contribué à la croissance du PIB au cours du second semestre de 1994. Sur l'ensemble de l'année, les commandes de biens durables ont augmenté en moyenne de 13,9 %, la plus forte augmentation depuis 1978. La forte progression de la masse salariale, mais aussi des revenus de la propriété et de l'entreprise, a permis au taux d'épargne des ménages de ne pas être pénalisé par une consommation forte. Ce taux d'épargne a gagné un point de revenu entre le premier et le dernier trimestre de 1994 (de 3,6 % à 4,7 %).

En raison du dynamisme effectif et escompté de la consommation (apprécié par les évolutions des ventes de détail et des commandes de biens durables), les stocks des entreprises se sont fortement gonflés durant les derniers trimestres de 1994. Le ratio stocks/ventes finales a néanmoins continué de décroître, mais à un rythme moins rapide sur la fin 1994. Dans le cas du secteur automobile, ce même ratio reste à proximité de son niveau jugé normal, alors même que presque toute l'augmentation des stocks au quatrième trimestre s'explique par le gonflement des stocks d'automobiles.

### Eloignement de la frontière inflationniste ou meilleure régulation conjoncturelle ?

En dépit de taux élevés d'utilisation des capacités de production, d'un taux de chômage inférieur à son niveau considéré comme non inflationniste et d'un PIB croissant encore à un rythme supérieur à sa vitesse potentielle, l'inflation reste contenue (graphique 16). Malgré la hausse du

16. Taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier et inflation aux Etats-Unis

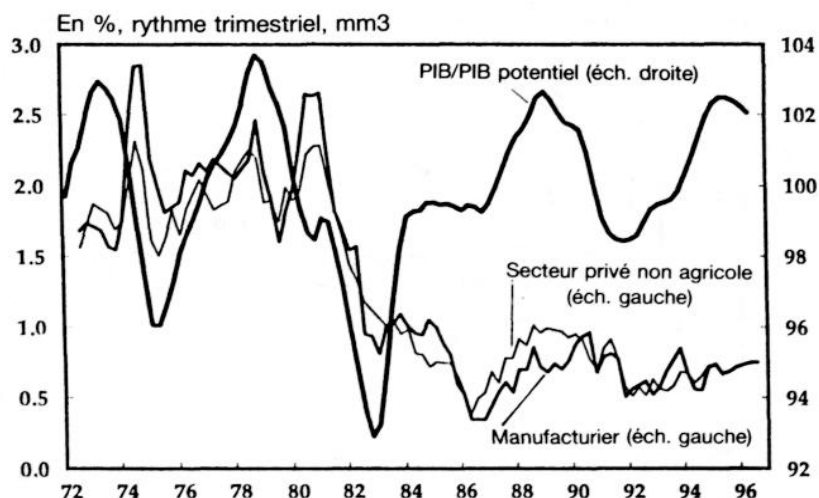


Sources : Survey of Current Business, calculs OFCE.

prix de certaines matières premières, les prix à la production n'ont augmenté, en moyenne annuelle, que de 1,7 % en 1994 et les prix à la consommation de 2,7 %.

Une explication pourrait provenir d'un déplacement vers le haut de la frontière de production potentielle, grâce à une rationalisation des processus productifs permettant un usage plus économe des ressources en travail et capital de l'économie américaine. Le seuil de blocage habituellement générateur d'inflation se serait ainsi déplacé vers le haut, sans que ce changement soit pleinement perçu. En effet, la mesure du taux d'utilisation des capacités de production ne résulte pas d'une enquête directe auprès des entreprises, mais d'une estimation indirecte et officielle par la Federal Reserve. Ce taux pourrait éventuellement être ultérieurement révisé à la baisse.

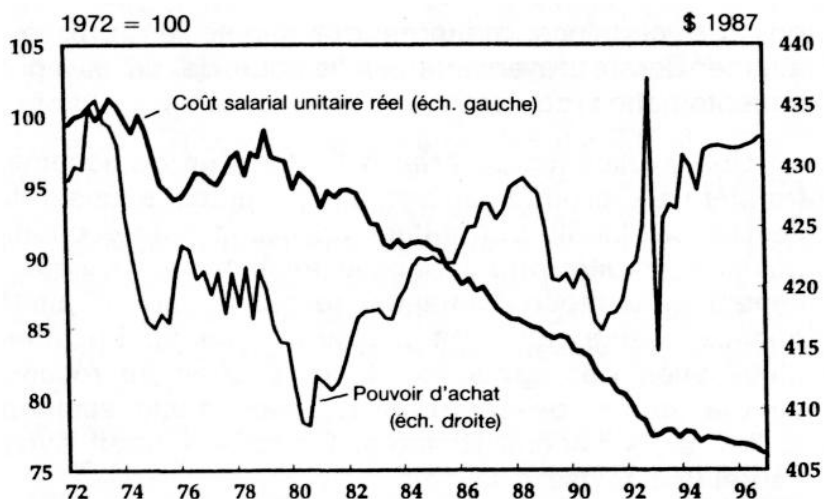
Au sein des facteurs immédiats de l'inflation, côté coûts et côté demande, les signaux sont contradictoires et fragiles. Fin 1994, la progression des salaires s'était accentuée par rapport au début de l'année (en glissement sur douze mois, le salaire horaire par tête a progressé en novembre 1994 de 3,3 % dans la construction et 3,2 % dans les services contre respectivement 1,7 % et 2,1 % en janvier 1994). Cette progression s'inscrit néanmoins dans le mouvement cyclique habituel de la progression des salaires et n'est pas exceptionnelle : les salaires nominaux progressent toujours avec un décalage par rapport à la phase d'expansion mais, désormais, surtout depuis le début des années quatre-vingt-dix, avec une élasticité moindre (graphique 17). L'indice du coût de l'emploi a augmenté de 3 % en 1994, soit la plus petite augmentation depuis sa création en 1981. Les coûts salariaux unitaires réels, qui tiennent compte des gains de productivité et des prix pratiqués par les entreprises, connaissent depuis 1993 une évolution stable et légèrement négative, après une phase de baisse régulière durant les années quatre-vingt (graphique 18). A ceci s'ajoute une diminution des coûts de santé pour les employeurs (- 1,1 % en 1994 contre + 8 % en 1993). Les entreprises paraissent ainsi capables d'absorber l'accélération cyclique modérée et normale des coûts salariaux nominaux et d'assurer la stabilité de leur taux de marge.



17. Salaire horaire nominal par tête dans les secteurs privés non agricole et manufacturier et PIB/PIB potentiel aux Etats-Unis

Sources : Monthly Labor Review, calculs et prévisions OFCE.

**18. Coût salarial unitaire réel et pouvoir d'achat du salaire hebdomadaire apparent aux Etats-Unis**

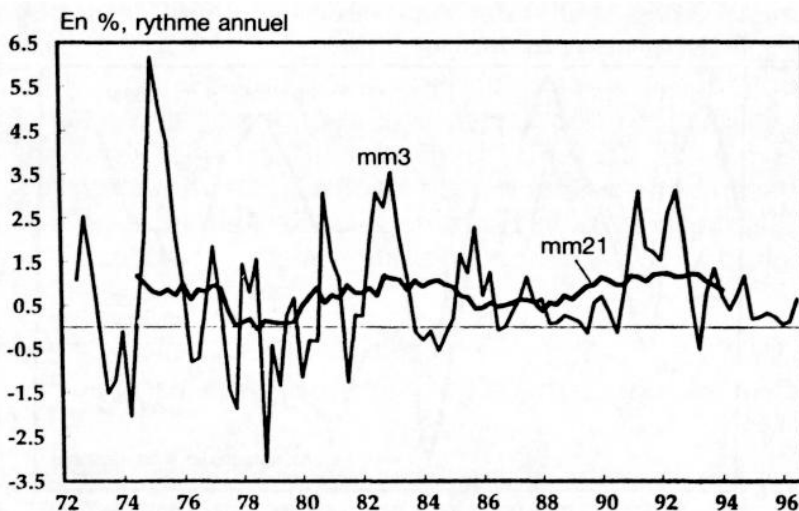


Sources : Survey of Current Business, calculs et prévisions OFCE.

Par ailleurs, la composante prix de l'indice NAPM des directeurs d'achat a progressé très sensiblement en décembre, ce qui l'a portée à son plus haut niveau depuis mars 1980 mais elle a baissé en début d'année 1995. Au niveau de la demande finale, malgré une légère hausse en 1994 des délais de livraison et des commandes insatisfaites de biens durables, les prix à la consommation, tous biens confondus et aussi hors énergie et alimentation, ont progressé à un rythme très modéré (respectivement 2,9 % et 2,3 % en septembre 1994, en rythme annuel lissé sur six mois) et l'évolution du prix des services est restée contenue (3 % en septembre en rythme annuel lissé sur six mois). En rythme annuel simple, en décembre, ces mêmes chiffres sont respectivement de 2,4 %, 1,2 % et 0,7 %.

L'éventuel déplacement vers le haut de la frontière de production potentielle résulterait de la combinaison de plusieurs facteurs. L'investissement, à la fin des années quatre-vingt, était moins orienté vers l'extension de capacités que vers la rationalisation des processus de production. En 1994, alors que les tensions sur l'appareil de production se font

**19. Gains de productivité horaire apparente dans le secteur privé non agricole aux Etats-Unis**



Sources : Monthly Labor Review, calculs et prévisions OFCE.

jour et que le recours aux heures supplémentaires et à l'intensification de l'usage des équipements se rapproche de ses limites, de nouvelles capacités de production sont en cours de création. L'investissement en bâtiments industriels et commerciaux s'est redressé depuis la fin 1993. L'enchaînement d'efforts de rationalisation puis d'extension des capacités fonde en partie l'actuel dynamisme du marché de l'emploi. Les innovations techniques accumulées et digérées pourvoient au remplacement des postes de travail obsolètes par un accroissement des capacités de production rentables qui est suffisant pour que le taux de chômage non inflationniste puisse s'en trouver réduit (graphique 19).

La meilleure tenue du marché du travail américain, par rapport aux pays européens, serait ainsi à double face. La forte diminution du taux de chômage américain au cours de ce cycle résulterait non seulement de la création de nombreux emplois peu qualifiés, flexibles et mal payés, mais aussi d'une meilleure incorporation du progrès technique associée à la création d'emplois hautement qualifiés. Le nouvel interventionnisme public initialement promu par l'administration Clinton avait encouragé cette évolution, en affirmant la volonté de politiques éducative et industrielle plus dynamiques.

Derrière la faiblesse des manifestations inflationnistes qui ont caractérisé la récente phase d'expansion, se cacherait donc un réveil de nature structurelle, modéré mais significatif, de la croissance potentielle américaine. Celle-ci serait plus franchement à hauteur de 2,5 % l'an que durant la décennie antérieure. Le relèvement des gains tendanciels de productivité globale des facteurs de production en serait la source. Un tel relèvement a pour effet conjoint de modérer la progression des coûts unitaires, d'accroître les revenus créés et d'améliorer la solvabilité des agents, entreprises et ménages, qui en bénéficient. Il contribuerait fondamentalement à l'auto-entretien de l'expansion américaine puis à la douceur de son ralentissement.

C'est évidemment une vision rassurante du cours tendanciel de l'économie américaine. Une interprétation moins favorable et plus court-termiste, mais qui n'est pas nécessairement antagoniste à la précédente, insistera plutôt sur le caractère préventif de la politique économique. La politique monétaire serait aujourd'hui plus apte à contrôler le déroulement cyclique, en définissant une configuration des taux d'intérêt permettant à la fois de prévenir les manifestations inflationnistes et d'inciter au ralentissement en douceur de l'activité. La réduction du pouvoir et du champ d'action des syndicats faciliterait l'atteinte précoce des objectifs anti-inflationnistes de cette politique.

### **Chronique d'un ralentissement annoncé**

Les craintes d'une résurgence inflationniste provoquée par un dynamisme jugé excessif de l'économie américaine ont entraîné une nouvelle hausse des taux d'intérêt de court terme. Début février 1995, les *fed*

*funds* ont augmenté de 0,5 point pour parvenir à 6 %, le taux d'escompte également de 0,5 point pour atteindre 5,25 %. En 1995 le jeu restera serré pour la Federal Reserve, afin d'éviter le double écueil de l'inflation et de la récession. Tant que subsistera la perception de tensions fortes sur les capacités de production, d'éventuels relèvements de taux d'intérêt pourraient apparaître opportuns. Pour le moment, en effet, le ralentissement en douceur est plus désiré (par la Federal Reserve) que réellement observé dans les faits. Dans ce contexte, les taux d'intérêt courts (Fed funds et taux d'escompte) devraient encore augmenter de 0,5 point sur 1995. Ils pourraient ensuite se stabiliser à ce niveau avant d'engager leur baisse au cours de 1996 : c'est l'hypothèse retenue par cette chronique.

Jusqu'à présent, la stratégie préventive a porté ses fruits au niveau de l'inflation sans avoir freiné fortement l'activité. Aujourd'hui, les effets du resserrement monétaire sur l'activité commencent tout juste à se faire sentir, sans pour autant que toute pression inflationniste soit définitivement écartée. Les prix à la production ont augmenté de 0,4 % en décembre, puis de 0,3 % en janvier (hors énergie et alimentation, les chiffres sont respectivement de 0,3 % et 0,2 %). Les prix de détail ont augmenté de 0,3 % en janvier, pour une inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) de 0,4 % <sup>(2)</sup>. Tous ces taux, surtout s'ils sont mesurés hors énergie et alimentation, sont plutôt supérieurs à ceux des mois précédents. Mais cette évolution doit être relativisée par le fait que les chiffres précédents étaient très bas.

La similarité entre la fin de la présente phase d'expansion et celle de la précédente (en 1988-1989) est nette. Elle concerne aussi bien le mouvement de l'activité que l'incertitude sur l'inflation. Le rythme de croissance à l'époque était analogue et s'accompagnait d'une saturation des capacités de production et du marché de l'emploi. La politique monétaire avait pris, dès avril 1988, une orientation restrictive qui s'est maintenue jusqu'en mai 1989. A ce moment, le ralentissement de l'économie américaine a commencé à se faire sentir et la question de l'atterrissage en douceur se posait avec autant d'acuité qu'aujourd'hui. La stratégie actuelle de la Federal Reserve est similaire. C'est dès février 1994 que la Fed a commencé à augmenter ses taux d'intérêt du fait d'un rythme annuel de croissance très élevé (7,5 % en fin d'année 1993), sans que l'inflation ne présente une apparence de vigueur excessive. Il s'agissait de prévenir l'inflation à l'horizon 1995-1996 et non de la guérir. L'observation et l'analyse des régularités cycliques de l'économie américaine sur longue période confortent l'idée de la compatibilité entre cette hâte anti-inflationniste et le ralentissement en douceur de l'activité (encadré 3).

---

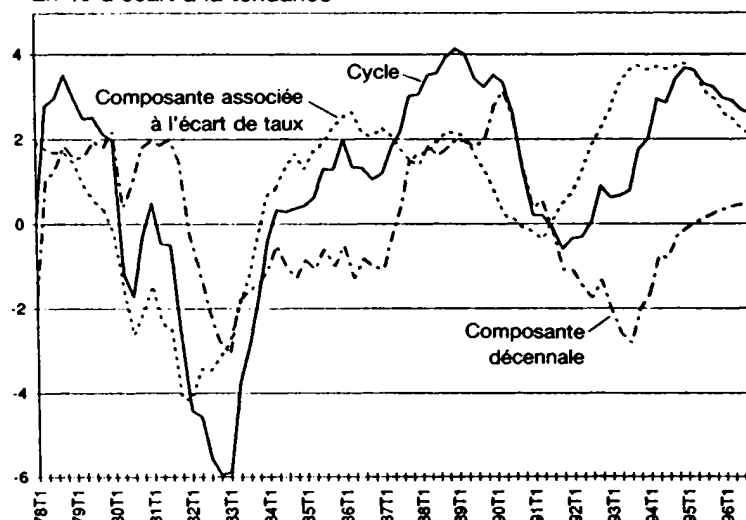
(2) Ce chiffre supérieur s'explique par l'augmentation de prix qui s'inscrivait jusque là à la baisse, tels que les tarifs aériens et les vêtements.

### 3. Une décomposition du cycle américain

Différents travaux ont montré qu'en général, l'écart entre taux long et taux court était un bon indicateur avancé du cycle conjoncturel, particulièrement aux Etats-Unis. Dans ce pays, le cycle conjoncturel, représenté par l'écart entre le PIB et sa tendance de longue période, apparaît décomposable en deux composantes plus élémentaires <sup>(1)</sup> : une composante cyclique d'ordre décennal, associée notamment aux fluctuations de l'effort d'accumulation ; une composante pilotée par la chronique de l'écart de taux des deux années écoulées, qui représente la « morsure » de la politique monétaire sur l'activité économique. Lorsque l'écart entre taux long et taux court se réduit, ceci est généralement annonciateur - sauf facteur particulier - d'un ralentissement de l'activité ; lorsque la structure des taux s'inverse (le taux court devenant supérieur au taux long), la récession approche le plus souvent.

Le graphique présente la décomposition du cycle du PIB américain entre ces deux composantes sur le passé et sur la période de prévision, en reprenant, pour cette dernière, les hypothèses de taux d'intérêt associées à la chronique. Le résultat de cet exercice conforte le chiffrage macroéconomique de l'évolution américaine retenu par cette chronique et propose une interprétation de l'atterrissage en douceur du cycle américain : la composante cyclique décennale, en reprise depuis la fin 1992, reste positivement orientée sur l'horizon de prévision, bien qu'en freinage progressif ; elle est cependant contrée par la composante associée à l'écart de taux, qui avait joué un rôle majeur d'entraînement au cours de la reprise de 1992 et qui s'oriente à la baisse à partir du printemps 1995. Le cycle américain, mesuré en écart à la tendance du PIB, aura, à ce moment-là, passé son sommet, en raison du raidissement de la politique monétaire. Mais ce raidissement, n'allant pas jusqu'à l'inversion de la structure des taux sur l'horizon de prévision, ne provoquera pas une véritable récession (au sens d'une évolution négative du PIB), mais seulement un ralentissement net, qui s'inscrit évidemment dans le repli du cycle conjoncturel.

En % d'écart à la tendance



Décomposition du cycle du PIB américain

Sources : OCDE, estimations et prévisions OFCE.

(1) On réutilise ici le modèle de décomposition tendance-cycle, avec introduction de variables exogènes, présenté dans l'article : J.Fayolle, A.Mathis, « Structure des taux d'intérêt et mouvements cycliques des économies américaine et française », Revue de l'OFCE, Observations et diagnostics économiques, n° 49, Avril 1994.

Désormais, un ensemble de signes convergent pour annoncer un ralentissement de l'activité américaine. Si, début 1995, l'indicateur composite continue d'augmenter, il le fait moins rapidement qu'en 1994. Plus précisément, plusieurs de ses composantes, qui concernent principalement les facteurs et les motifs de la demande émise par les ménages, confortent l'idée d'un ralentissement s'amorçant classiquement par les dépenses des ménages (encadré 4).

#### **4. Début 1995 : l'esquisse du ralentissement**

Une lecture nuancée des différents éléments de l'indicateur composite avancé fait présumer, début 1995, la proximité d'un ralentissement :

— Le taux de chômage, déjà bas, n'est plus sur une pente régulière de décroissance : de 5,4 % en décembre, il est passé à 5,7 % en janvier pour revenir à 5,4 % en février. Cette stabilisation en dents de scie s'accompagne d'une augmentation des demandes d'indemnités chômage (c'est là cependant une variable volatile, dont il n'est pas aisé de discerner la tendance). Alors que l'emploi dans certains secteurs, le manufacturier en particulier, continue de croître, la croissance de l'emploi a ralenti dans le secteur des services destinés aux entreprises et à la santé. Cependant, la durée hebdomadaire du travail dans le secteur manufacturier reste historiquement élevée à 42,2 heures.

— Les ventes de détail progressent moins vite que lors des mois précédents (après, il est vrai, un quatrième trimestre 1994 très dynamique). La production industrielle a crû en janvier à un rythme moitié moindre que lors des deux mois précédents. Les ventes de voitures ont diminué de 7 % entre février 1994 et février 1995, laissant présager que le renouvellement du parc automobile est terminé.

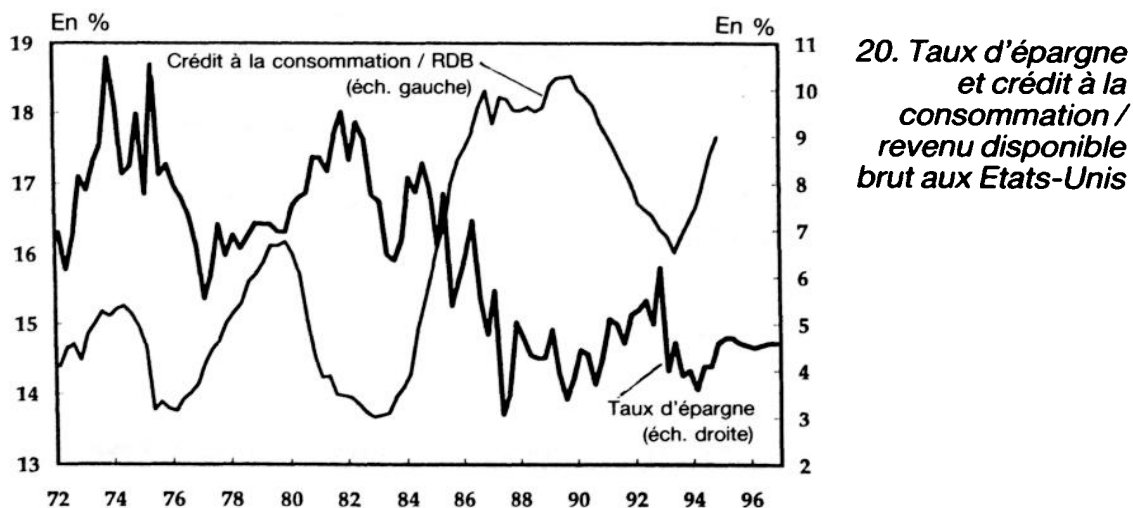
— Les mises en chantier ont fortement ralenti en janvier par rapport à décembre ainsi que les permis de construire (respectivement - 9,8 % et - 8,6 %).

— L'indice de confiance des consommateurs a diminué en janvier et en février. L'évolution de ses composantes, telles que l'opinion sur la situation globale ou les perspectives de plans d'achat, laisse présager un ralentissement en douceur des dépenses des ménages en biens non durables, un repli plus marqué pour les biens durables du fait de l'impact de la hausse des taux d'intérêt débiteurs.

L'existence de signes avant-coureurs du ralentissement est compatible avec le maintien de perspectives positives de croissance. Il s'agit bien de l'entrée dans une phase de ralentissement et non d'une récession. En 1995, l'investissement productif restera dynamique, compte tenu des plans de dépenses envisagés par les industriels. Les commandes de biens durables ont progressé de 0,6 % en janvier par rapport à décembre, tirées par une augmentation de 7,2 % des commandes de machines et d'équipement. L'indice NAPM, malgré une diminution en février, reste à un niveau élevé, reflétant le dynamisme persistant du secteur manufacturier.



La croissance continuera, en 1995 et 1996, à être tirée par des progrès de la consommation, de l'investissement productif et des exportations. Chacune de ces composantes de la demande enregistrera cependant progressivement le ralentissement attendu, qui s'affirmera en 1996. L'orientation de la politique monétaire limitera en effet le recours au crédit de la part des ménages, de telle sorte que leur taux d'endettement reste en-deçà du seuil atteint à la fin des années quatre-vingt. Dès le second semestre 1995, le ralentissement de la progression des revenus pèsera plus fortement sur la consommation, dont le rythme de progression deviendra de moitié inférieur à celui enregistré en 1994. Le taux d'épargne se redressera de nouveau modérément, lorsque le soutien par le crédit se tassera et que la perception du ralentissement rendra les ménages moins confiants (graphique 20). De leur côté, les exportations subiront le double impact du ralentissement de la demande adressée aux Etats-Unis et de la concurrence aiguisée des voisins américains. L'investissement productif s'adaptera progressivement au ralentissement de la consommation et des exportations.



20. Taux d'épargne et crédit à la consommation / revenu disponible brut aux Etats-Unis

Sources : Survey of Current Business, calculs et prévisions OFCE.

Un financement équilibré de cette croissance ralentie ne pourra être atteint que si l'épargne publique continue un redressement durable. Le critère de la réduction du déficit budgétaire est à cet égard déterminant. Compte tenu des propositions généreuses du projet budgétaire de l'administration Clinton pour 1996 et de l'opposition républicaine, il est difficile de diagnostiquer l'orientation effective des dépenses. D'un côté, le président Clinton présente un budget cherchant prioritairement à corriger les inégalités sociales et maintenir les dépenses des programmes Medicare et Medicaid ; de l'autre, les Républicains affichent la volonté d'avoir un budget équilibré en l'an 2 000. Ces deux optiques ont leurs propres faiblesses : pour la première, une réduction du déficit budgétaire en pourcentage du PIB (et non en valeur absolue) peut s'avérer insuffisante pour moins ponctionner les circuits financiers internationaux et contribuer à une détente des taux longs. Pour la seconde, les promesses de baisses d'impôts et d'augmentation des dépenses de Défense natio-

nale sont incompatibles avec la promesse d'équilibrage du budget. On a retenu dans cette chronique l'hypothèse d'une croissance positive modérée des dépenses publiques, d'une légère diminution de la pression fiscale et d'une légère augmentation du taux de cotisations sociales. Cette évolution des prélèvements, combinée avec celle des transferts, aura un impact légèrement positif sur le revenu et la consommation des ménages. Malgré les incertitudes, la politique budgétaire jouerait aussi dans le sens du ralentissement en douceur. Mais, évidemment, la prochaine administration sera encore dotée d'un lourd héritage budgétaire.

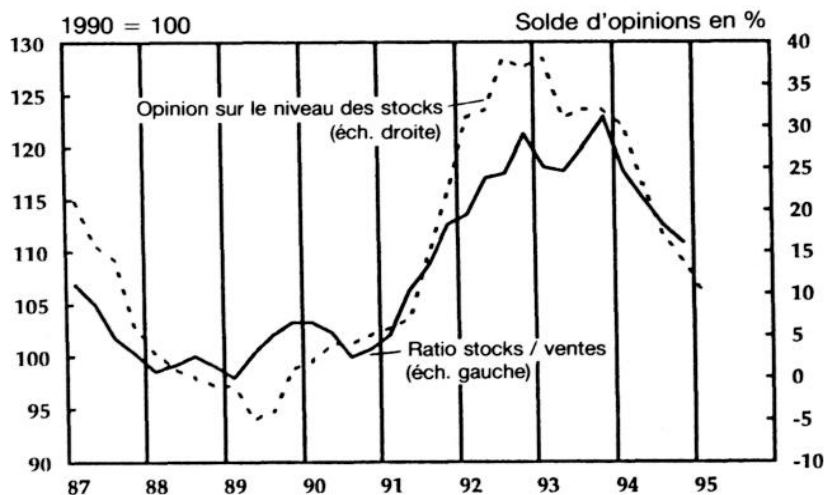
Finalement, le ralentissement en douceur de l'économie américaine (après une croissance de 4 % du PIB en 1994, 3,1 % en 1995 et 1,7 % en 1996) sera associé à de moindres gains de productivité, restant cependant positifs (0,7 %, 0,6 % et 0,3 % en moyenne respectivement sur 1994, 1995 et 1996 pour la productivité par tête du secteur privé non agricole). La modération de la reprise de l'inflation sera en correspondance avec « l'arrondi » de ce mouvement (les prix à la consommation augmenteront de 2,9 % en 1995 et de 3,4 % en 1996, en moyenne annuelle). Ce ralentissement en douceur n'est pas sans impact sur l'évolution des soldes extérieurs. Alors que la contribution de la balance des biens et services à la croissance devient positive en 1996, le redressement du solde courant n'apparaît pas encore à cet horizon. Sous le double impact d'un acquis particulièrement mauvais et d'une activité économique encore soutenue, on note juste une stabilisation dans la dégradation. Cette résistance à la diminution réduit d'autant les perspectives d'appréciation du dollar.

## **Japon : les hésitations d'une reprise endogène**

Le sinistre de Kobé a changé la donne de la reprise nipponne. La croissance japonaise semblait progressivement en état de s'émanciper du soutien de l'Etat. De multiples indices confortaient l'idée que le processus de correction de la suraccumulation passée de stocks, qui avait lourdement plombé l'activité jusqu'ici, se rapprochait de son terme : stocks d'équipements et de produits finis pour les entreprises, stocks de biens durables et de logement pour les ménages. Et de fait, la demande privée s'est incontestablement raffermie au cours des derniers trimestres. Mais elle demeure encore, à tous les stades, dopée par les transferts publics. Le sentier de croissance de 3 % pour le PIB et de 6 % pour la production industrielle, inauguré en 1994, relève en partie de la politique d'incitation fiscale et du soutien au logement du gouvernement. A regarder de plus près les derniers indicateurs, maintenant que ces effets s'essouffent, la demande privée reste convalescente, et ne retrouve ni une vigueur ni une constance susceptibles de maintenir l'économie nipponne sur sa pente de 1994. Fin 1994, à l'heure où l'Etat devenait désireux d'atténuer son soutien, le devenir de la croissance japonaise

reposait principalement sur les particuliers, dont le comportement dépensier était alors loin d'être acquis. La médiocrité du désir de consommation et d'investissement de la part des ménages, probablement en deçà de son intensité de 1994, et le reflux de l'impulsion publique prolongeaient les perspectives de croissance molle au cours des trimestres à venir.

Le tremblement de terre de Kobé a bien entendu désorganisé dans l'immédiat les structures productives et distributives de cette région, provoquant à court terme des ruptures de production et d'approvisionnement préjudiciables à l'activité. Mais au delà de cet effet négatif, le coût en infrastructures qu'il engendre s'apparente à première vue à un pur choc keynésien dans le contexte de sous-utilisation des capacités qui est aujourd'hui celui du Japon. Il crée un appel d'investissement équivalent à 2 à 3 % du PIB selon les estimations aujourd'hui disponibles du coût du sinistre (au moins 100 milliards de dollars) et réactive l'investissement public au moment où ce dernier se tempérait. Ce report du repli public jette un nouvel éclairage sur les acteurs et l'ampleur de la croissance nipponne au cours des deux années à venir.



Source : Banque du Japon.

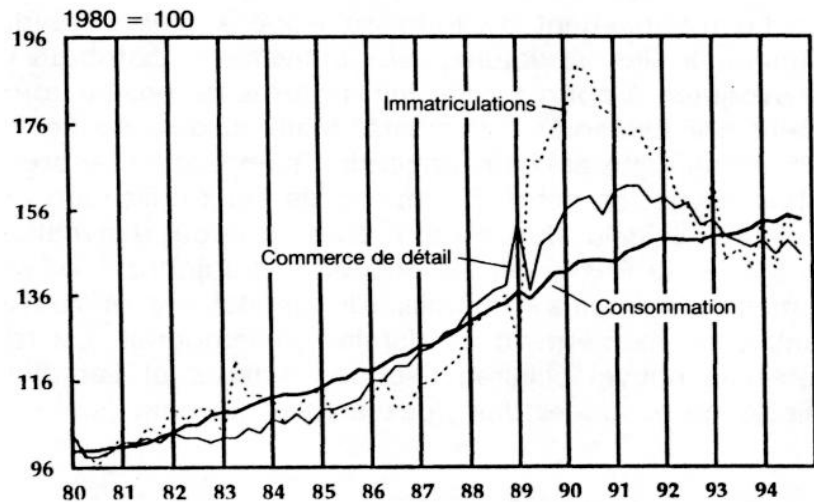
### 21. Appréciation du niveau de stocks et ratio stocks/ventes dans l'industrie manufacturière au Japon

## Ratés et faiblesses de la reprise nipponne

Le profil de la consommation s'est certes amélioré depuis le début de l'année 1994. Son rythme de croissance annuel a doublé, passant de 1,5 % au cours de l'année 1993 à 3 % durant les trois premiers trimestres de 1994. L'amorce de redressement du commerce de détail et des immatriculations automobiles étayait le diagnostic de reprise des dépenses des ménages jusqu'au troisième trimestre. Mais le retour des ménages chez les détaillants est encore hésitant, si l'on en croit l'accès de faiblesse de leurs achats au dernier trimestre 1994. Les ventes de détail reculent de près de 2 % en valeur par rapport au précédent trimestre, annulant leur avancée de l'été. Les immatriculations automo-

biles affichent quant à elles un repli de 5,5 % sur la même période après une progression de 7,1 % l'été dernier. Les informations disponibles sur le mois de janvier, qui accuse un nouveau repli des ventes de détail et manifeste un vif rebond des immatriculations automobiles, sont plus contrastées.

**22. Consommation, immatriculations et volume d'affaires du commerce de détail au Japon**



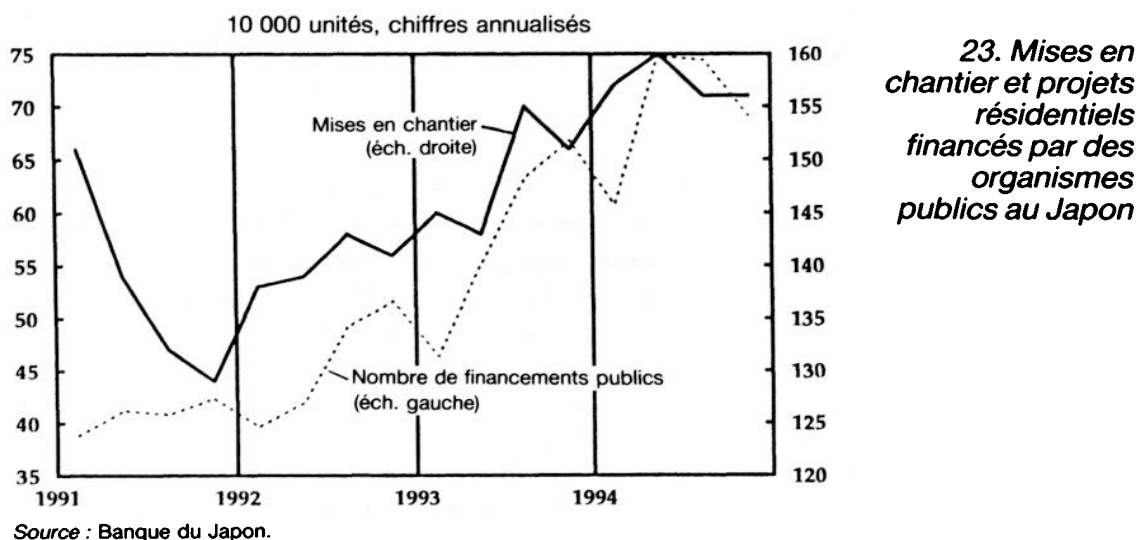
Source : Banque du Japon.

Cet accès de faiblesse pourrait être considéré comme une péripétie si les facteurs qui ont dopé la consommation au cours des trois premiers trimestres de 1994 n'apparaissent pas, à bien des égards, transitoires. Le dégrèvement d'impôts dont ont bénéficié les ménages en début d'année (équivalents à 1,5 % du RDB), le surcroît d'achats provoqué par un été caniculaire, et la multiplication de rabais ont incontestablement embelli la performance de la consommation en 1994. Mais sa nouvelle anémie la rapproche probablement du sentier spontanément plus faible (de l'ordre de 2 %) qui aurait été le sien sans ces facteurs favorables. La consommation demeure modérée par un salaire apparent qui évolue au rythme de 2,5 % l'an dans l'ensemble de l'économie et qui ne marque une accélération sensible que dans les grandes entreprises manufacturières. En outre, le comportement d'épargne des ménages n'indique pas encore de réelle volonté d'arbitrage en faveur de la consommation. Sur l'ensemble de l'année 1994, d'après une enquête portant sur les dépenses et le revenu disponible des ménages, la propension à consommer par ménage aurait diminué de plus d'un demi-point en comparaison de l'année passée. Il semble que la baisse des prix de certains produits, qu'entraînent la hausse du yen et une concurrence accrue sur le marché intérieur, soit actuellement le principal aiguillon de la consommation. Le rebond des immatriculations en janvier s'assortit par exemple d'importants rabais et d'une forte hausse des immatriculations des véhicules importés.

Il est à craindre, dès lors, que les impulsions publiques et tarifaires qui ont soutenu la consommation au cours de l'année prolongent le processus d'ajustement des stocks de biens durables. Cet ajustement

pèsera négativement encore plusieurs trimestres sur la propension à consommer. De plus, même si les diminutions d'impôt inaugurées en février 1994 sont reconduites pour les années fiscales 1995 et 1996 (de manière définitive, pour plus de la moitié), l'essentiel de l'effet stimulant sur la consommation aura été imputé à l'année 1994.

Le même scepticisme affecte l'interprétation du dynamisme de l'investissement résidentiel des ménages. Ce dernier qui a évolué à un rythme de 11 % l'an au cours des trois premiers trimestres de 1994 est soutenu, pour près de la moitié de sa hausse, par des financements publics bonifiés. Même si, pour la première fois depuis le début de la crise, le financement bancaire privé est monté en régime en 1994, la reprise spontanée de l'investissement résidentiel aurait été de bien moindre ampleur que celle affichée dans les comptes nationaux. Les mises en chantier opèrent maintenant un repli sensible depuis deux trimestres, tendance amplifiée encore au premier mois de l'année 1995 où elles reculent de 5,7 % en glissement annuel. Ce mouvement consécutif au tarissement des flux de crédits publics souligne la fragilité de la reprise apparente. L'orientation présente des mises en chantier, indicateur avancé de l'investissement résidentiel, préfigure une baisse de ce dernier au moins pour les deux trimestres à venir, tendance qui aurait pu se poursuivre en l'absence du choc de Kobé.



Compte tenu d'une contribution négative du commerce extérieur, configuration que la hausse récente du yen ne peut que renforcer, le rythme de sortie de récession du Japon demeurerait très modeste en début d'année (inférieur à 2 % l'an). Dans ce contexte, c'est au mieux une stabilisation de l'investissement productif qui pouvait être envisagée. La dernière enquête Tankan (février) auprès des industriels, qui augure une contraction supplémentaire des plans d'investissement de l'ordre de 1 % en 1995, confirme cette orientation. Tout au plus peut-on constater que la baisse de l'investissement productif est en passe d'être enrayerée par l'achèvement de l'ajustement du stock de capital.

## **Kobé : coûts et effets économiques d'une catastrophe**

Les conséquences économiques du grand séisme du Hanshin, apparaissent d'ores et déjà limitées du côté de la production. La zone dévastée avait plus vocation commerciale que productive. La baisse de 1,4 % de la production industrielle en janvier qui ramène son glissement annuel de 6,3 % à 5 % ne peut être totalement imputée au séisme si l'on tient compte des tendances sous-jacentes décrites plus haut. Même en affectant la moitié de cette baisse au séisme, et en tenant compte de son impact en mois plein (le tremblement de terre est survenu le 17 janvier), l'impact instantané représenterait une amputation immédiate de l'ordre de 1,5 % de la production industrielle et de 0,7 % du PIB trimestriel. En revanche, la distribution a été plus profondément perturbée en raison à la fois de la spécialisation de la zone sinistrée et de la désorganisation des réseaux de communication. Le port de Kobé est à vocation exportatrice à 80 %, et la chute consécutive de 6 % des exportations en volume a contracté de moitié l'excédent commercial de janvier par rapport à l'an dernier. Le problème de routage des exportations devrait cependant rapidement s'estomper. Le séisme, de pair avec l'accès de faiblesse de la consommation, a également eu pour conséquence de gonfler le stockage involontaire : les stocks de produits finis ont augmenté de 2 % en un mois. Les effets sur la production ne sont que transitoires, et dès le mois de mars, cette dernière devrait retrouver un régime presque normal. La remise en état des structures de distribution et de communication est en revanche plus lente mais son impact peut être grandement atténué par un déplacement des circuits traditionnels. La désorganisation ne persistera que localement.

Quoiqu'il en soit, les effets négatifs apparaissent susceptibles d'être plus que compensés à terme par les conséquences positives sur la demande que susciteront les besoins liés à la reconstruction. Ces derniers devraient être pour les deux tiers pris en charge par l'Etat. A court terme, un collectif d'urgence de 1 000 milliards de yens a été adopté fin février, financé par des émissions obligataires. Etant donnée une prise en charge estimée à 6 000 milliards de yens sur deux ans du coût du séisme par l'Etat, il est clair que ce dispositif n'est que partiel. Les dépenses envisagées visent dans une proportion de 70 % à prendre en charge la remise en état des infrastructures publiques. Elles prévoient également des bonifications d'intérêt et des dégrèvements fiscaux pour les victimes.

La surcharge de dépenses envisagée remet bien entendu en cause les principales options budgétaires prévues pour 1995. La volonté de maîtrise des dépenses qui passait, selon le dernier plan décennal, par une baisse programmée des dépenses de 1 % pour le gouvernement central et un investissement public revenant sur un rythme de 4,3 % l'an est désormais hors d'atteinte. Mais il existe malgré tout, des possibilités de substitution et de report des projets d'investissement public initialement prévus. On peut estimer à environ 3 500 milliards de yens le supplément d'investissement public qu'aurait impliqué la réalisation du plan décennal au cours des deux années fiscales à venir. Si l'on fait l'hypothèse que les deux tiers des projets seront dirigés sur Kobé et que le séisme suscite un besoin d'investissements de l'ordre de 6 000 milliards de yens, le strict

surcroît d'investissement nécessaire devrait se chiffrer entre 2 000 et 3 000 milliards de yens, soit un supplément de 5 à 7 % d'investissement public sur deux ans.

Une partie (2 000 milliards sur 5 500 milliards) de la reconduction de la baisse des impôts de 1994 en 1995 et 1996 n'est pas définitive. Certains envisagent de revenir sur cette baisse pour l'année fiscale 1996 ou d'avancer la hausse du taux de TVA de 2 points prévue pour 1997 à l'année 1996. Cette hypothèse, rejetée pour l'heure par le gouvernement Murayama, n'a pas été retenue dans la présente prévision, en considérant que la consommation n'aura pas une vigueur suffisante pour autoriser une telle mesure. Un creusement du déficit et son financement par émission obligataire apparaissent en l'état plus probables.

La contribution de l'Etat à la croissance demeurera donc nettement positive en 1995. En raison de la réponse aux besoins de logements (estimés à 7 % du flux de l'année 1994), de bâtiments industriels et commerciaux et d'équipement consécutifs au séisme, l'investissement global devrait sensiblement augmenter alors qu'un reflux était probable, au moins en 1995.

Cette impulsion pourrait contribuer pour près d'un point à la croissance du PIB en 1995, gonflant une demande intérieure spontanément plus faible. Cette contribution sera néanmoins amputée pour un cinquième environ par les importations induites. L'année 1996 bénéficiera en revanche des effets multiplicateurs du surcroît d'investissement et de la reprise cyclique de la demande de biens durables par les ménages. Ce n'est qu'à cet horizon que la demande intérieure s'émancipera véritablement du soutien public et que le rythme de croissance passera au dessus de son rythme potentiel estimé aujourd'hui à 3 % par l'OCDE.

Après le retour à un chiffre de croissance positif en 1994 (+ 0,7 %), l'accélération du PIB japonais restera très modérée en 1995 (+ 1,6 %), car freinée par la faible propension à dépenser des agents privés japonais. Il faudra attendre 1996 pour qu'un taux de croissance plus honorable (3,6 %) soit enfin enregistré.

## **Royaume-Uni : croissance sous influence**

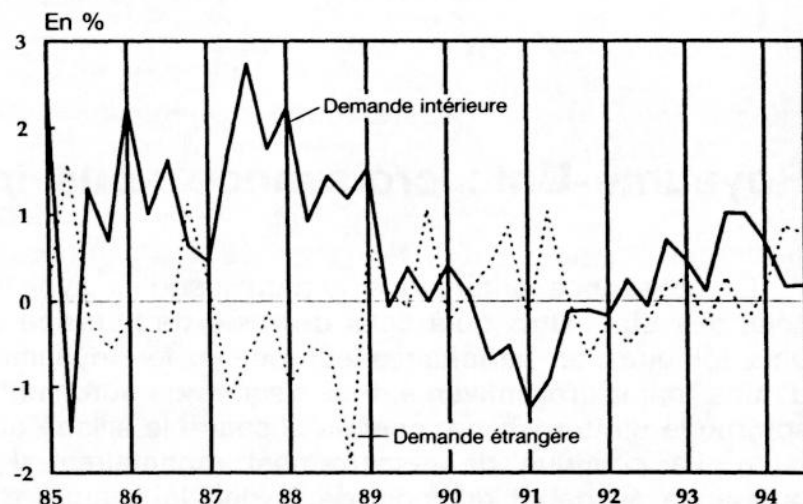
La croissance britannique a paru jusqu'ici avoir un destin plus lié à celui des Etats-Unis qu'à celui du reste de l'Europe continentale. Reparti plus tôt que ses partenaires européens, le Royaume-Uni en est aujourd'hui à traiter préventivement les risques de surchauffe et à s'inquiéter de son mode d'atterrissage, comme si suivre le sillage américain était inéluctable. La politique de resserrement monétaire est encore montée en puissance au début du mois de février, la banque d'Angleterre augmentant pour la quatrième fois consécutive en un an son taux directeur (à

6,75 %). Les derniers indicateurs rappellent pourtant la fragilité de la croissance britannique, les composantes internes de la demande semblent marquer le pas en fin d'année. Les risques d'un étouffement prématuré de la reprise par excès de vertu monétaire ne sont pas totalement exclus. Envisager dès à présent un atterrissage, même en douceur, de l'activité laisserait cependant un sentiment de cycle inachevé. Les tensions sur les facteurs de production sont loin d'avoir atteint le paroxysme qui condamnerait cette économie à un changement immédiat de régime de croissance. Deux éléments jouent aujourd'hui en faveur de la poursuite de la croissance : la dépréciation de la livre qui permet aux exportateurs de profiter de la reprise en Europe continentale, et la reconstitution de la profitabilité des entreprises, qui renforce l'autonomie de l'investissement par rapport au resserrement du crédit et incite à l'élargissement des capacités.

### Une croissance sans moteur interne

La croissance britannique est marquée par une dichotomie croissante entre la demande intérieure et étrangère. Les exportations nettes contribuent pour plus d'un quart à l'accroissement du PIB sur l'ensemble de l'année 1994. Au cours du troisième trimestre elles y participent pour les trois quarts. Au quatrième trimestre la production destinée à l'exportation progresse de 7,3 %, tandis que celle destinée au marché domestique a reculé de 2,8 %. Cet essoufflement croissant de la demande interne finit par peser sur le rythme de croissance global de l'activité et sur les perspectives de production. Le rythme de croissance annuel du PIB évolue à 3 % l'an au second semestre alors qu'il avoisinait les 5 % au premier. La production industrielle marque également le pas : de septembre à janvier elle stagne ainsi que les enquêtes censées préfigurer son évolution. Néanmoins, d'après la dernière enquête de février auprès des directeurs d'achat, se dessine un prochain mouvement de hausse. La diffusion tardive du dynamisme externe aux composantes internes de la

24. Contribution externe et interne à la croissance du PIB au Royaume-Uni

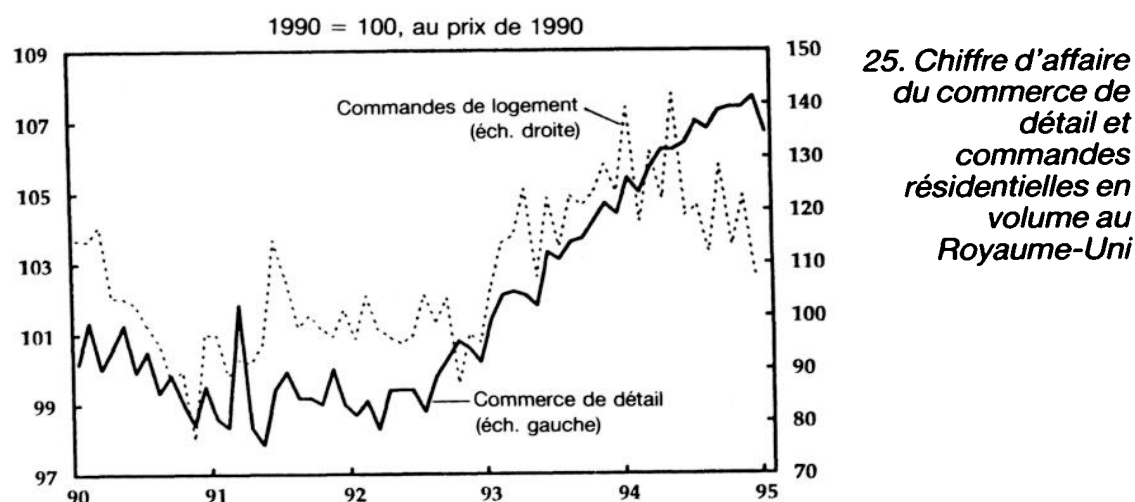


Source : CSO.



demande entraîne incontestablement un passage à vide de la croissance britannique. Cette inflexion atténue les risques de surchauffe mais éveille inévitablement des doutes sur le rythme à venir de croissance.

Le rythme de croissance de la consommation des ménages est en retrait par rapport à l'année dernière. Ce dernier a navigué régulièrement à 2 % l'an au cours des trois premiers trimestres de 1994, alors qu'il s'accroissait à un rythme voisin de 4 % l'an au second semestre de 1993. Les derniers mois connus de volume du chiffre d'affaires du commerce de détail indiquent une nouvelle érosion de la croissance des dépenses des particuliers : 0,4 % seulement du troisième au quatrième trimestre 1994 au lieu de 0,9 % par trimestre depuis le début de l'année. Il y a stagnation de septembre à janvier, le dernier mois marquant même un accès de faiblesse qui a surpris par son ampleur (baisse de 0,9 % sur un mois). Le recours au crédit à la consommation s'est pourtant encore intensifié au quatrième trimestre, où, en termes nets, il progresse de 46 % par rapport au précédent trimestre. Ce chiffre renforce les présumptions d'une baisse supplémentaire du taux d'épargne des ménages en dépit des médiocres performances de la consommation.



Source : CSO.

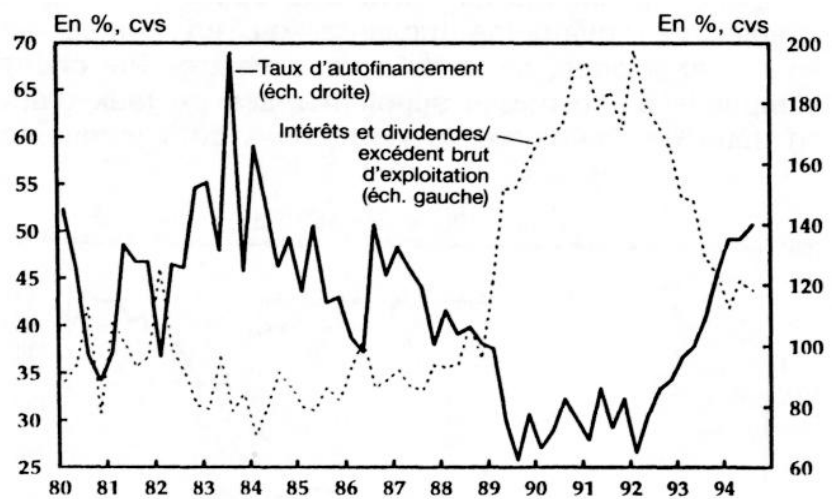
L'investissement résidentiel opère quant à lui un repli prononcé durant la seconde moitié de l'année 1994. Le recul des commandes adressées au secteur de la construction résidentielle depuis trois trimestres (- 11,5 % en volume du premier au dernier trimestre de 1994) paraît inaugurer un renversement durable de tendance. Le renchérissement du coût du crédit hypothécaire consécutif à la hausse des taux longs a donc fait tourner court la reprise de l'investissement immobilier.

Il semble désormais que la croissance britannique ne puisse plus compter sur cette composante privée de l'investissement. Cette inversion de tendance gagne les autres branches du secteur de la construction. Les commandes de bâtiments à usage industriel ou commercial se contractent nettement au cours du dernier trimestre de l'année (- 15 % en volume), alors qu'elles progressaient assez régulièrement depuis le début de 1993.

La faiblesse persistante de l'investissement et de l'emploi (mais les informations sont dans ce domaine plus contradictoires) est préoccupante. Le secteur des biens d'équipement est la composante la plus faible de la production au dernier trimestre.

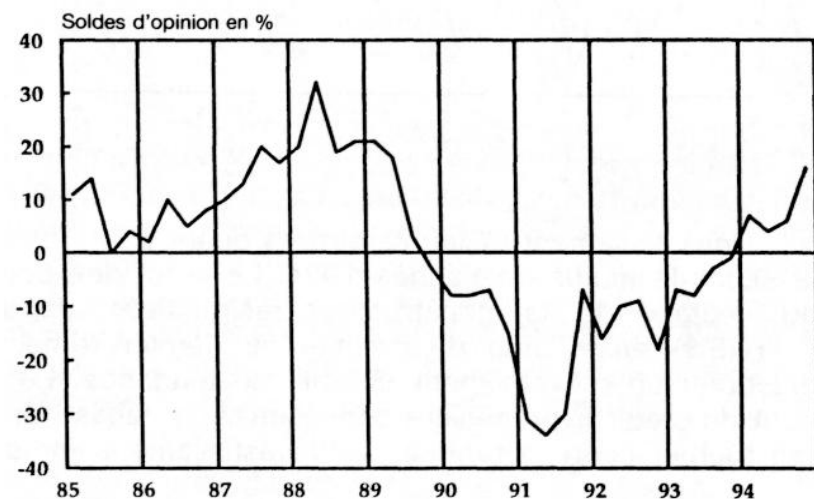
Le taux d'utilisation des capacités manufacturières (proche de 87 % au quatrième trimestre) est aujourd'hui inférieur de 8 points à son pic de 1988. Le taux de chômage, s'il a notablement diminué, demeure supérieur de deux points et demi à son minimum du précédent cycle. Tout en étant loin de leur paroxysme, les tensions sur les capacités atteignent un niveau qui devrait inciter à un plus vif effort d'investissement. Un tel effort pourrait compter sur l'assainissement financier des entreprises qui autorise aujourd'hui un large autofinancement.

**26. Taux d'autofinancement et part des charges liées au financement dans l'excédent brut d'exploitation des entreprises industrielles et commerciales au Royaume-Uni**



Source : CSO.

**27. Intentions d'investissement des entreprises manufacturières au Royaume-Uni**



Source : CSO.

En dépit de ces conditions incitatives, la reprise de l'investissement s'avère pour le moins tardive. Jusqu'ici la préoccupation première des entreprises était de se désendetter. Mais leur situation patrimoniale s'est très sensiblement améliorée l'année dernière. Au troisième trimestre 1994,

leur passif net était en recul de 5 % par rapport à la fin de l'année précédente. Ce motif de désendettement cessera donc probablement de restreindre l'investissement productif dans les trimestres à venir. A la fin de l'année 1994, l'assainissement financier des entreprises paraît proche de son terme. La dégrue des taux d'intérêt jusqu'au début de 1994, conjuguée au désendettement, a ramené le poids des revenus financiers payés par les entreprises (intérêts et dividendes) dans une zone qui permet la formation de capacités d'autofinancement plus importantes.

### **L'Europe à la rescousse d'une croissance britannique sous haute surveillance**

La politique budgétaire britannique est solidement ancrée sur son objectif de réduction à moyen terme des déficits publics. Que l'objectif réel soit de dégager des marges de manœuvre pour 1997, année électorale, ou de poursuivre cet effort jusqu'au retour d'un excédent, comme annoncé en novembre, les deux années qui viennent seront affectées par son orientation restrictive. En avance d'un an par rapport à sa programmation initiale de 1993, elle vise l'objectif de convergence vers les critères de Maastricht (déficit inférieur à 3 % du PIB) dès l'horizon de l'année fiscale 1995-1996.

Le déficit des administrations publiques (en tenant compte des recettes de privatisation) a déjà été sensiblement réduit en 1994 à 37,2 milliards de livres (5,6 % du PIB au lieu de 6,8 % en 1993). Les prévisions économiques du Trésor faisaient état en hiver d'une prévision de 34,4 milliards (5,1 % du PIB) du déficit des administrations publiques pour l'ensemble de l'année fiscale avril 1994-mars 1995. L'objectif pour la prochaine année fiscale est de ramener ce déficit à 3 % du PIB (21,5 milliards de livres), l'essentiel de cet effort pesant sur les ménages. Le budget proposé en novembre prévoit un sensible accroissement de la pression fiscale et une baisse des dépenses en termes réels (- 0,75 %). La pression fiscale qui devrait croître de plus d'un point sur l'ensemble de l'année fiscale 1994-1995, progresserait à nouveau d'un point et demi relativement au PIB l'année suivante. Cet alourdissement de la fiscalité proviendra principalement d'une indexation partielle des tranches du barème de l'impôt sur le revenu des ménages (à l'exception de la première), et d'un relèvement des taxes indirectes (sur l'énergie, le tabac, l'automobile). Au total, la pression fiscale accrue de l'Etat, amputerait de plus d'un point sur deux ans le revenu des ménages. Elle restreint le soutien apporté par la consommation des ménages à la croissance.

Le resserrement de la politique monétaire paraît prématuré au vu des évolutions récentes et de la modération des tensions. Etant donné la fragilité présente de la demande intérieure et le bon contrôle de l'inflation, un nouveau durcissement n'interviendra probablement que de façon graduelle. Ce gradualisme exclut un scénario où la consommation serait attisée par l'inflation salariale (après l'avoir été par le crédit) en raison de trop fortes tensions sur le marché du travail. Il évitera un blocage de la croissance et, a fortiori, un retournement brutal en 1996. Il laisse moins

entrevoir une entrée en récession qu'une croissance contenue dans des limites proches de son rythme potentiel (ou non inflationniste). La croissance britannique ne suivrait pas le repli américain mais collerait désormais aux performances de l'Europe continentale.

Le découplage de la livre et du dollar dans la seconde moitié de 1994 paraît préfigurer la différenciation des trajectoires américaine et britannique, tandis que sa dépréciation récente vis-à-vis de l'ensemble des monnaies d'Europe du Nord arrive à point nommé pour renforcer l'arrimage du Royaume-Uni à la reprise européenne par le canal des exportations. Les gains de parts de marché soutiendront un rythme vigoureux d'exportation et permettront une contribution positive du commerce extérieur, jusqu'au début de 1996, en dépit d'un taux de pénétration à l'importation accru par les tensions sur les capacités productives. La maîtrise persistante des coûts salariaux et les gains de compétitivité crédibilisent un schéma où les exportations et le renouvellement du stock de capital, voire la reprise d'investissements de capacité, seront les principaux supports d'une croissance sans tension majeure avant la mi-1996. Créations d'emploi et consommation pourraient à leur tour bénéficier d'un tel enchaînement.

Le degré d'endettement actuel des ménages laisse encore une petite marge de baisse au taux d'épargne à des fins de consommation (malgré la hausse des taux d'intérêt), d'autant que la décrue du crédit hypothécaire dans la foulée de l'investissement résidentiel atténue la dégradation des patrimoines. Ce n'est que tardivement, au cours de l'année 1996 que la tendance pourrait s'inverser. La conjugaison de ces facteurs joue dans le sens du maintien d'un taux de croissance modéré de la consommation de l'ordre de 2,5 % en rythme annuel jusqu'à la mi-1996, puis de son érosion par la suite.

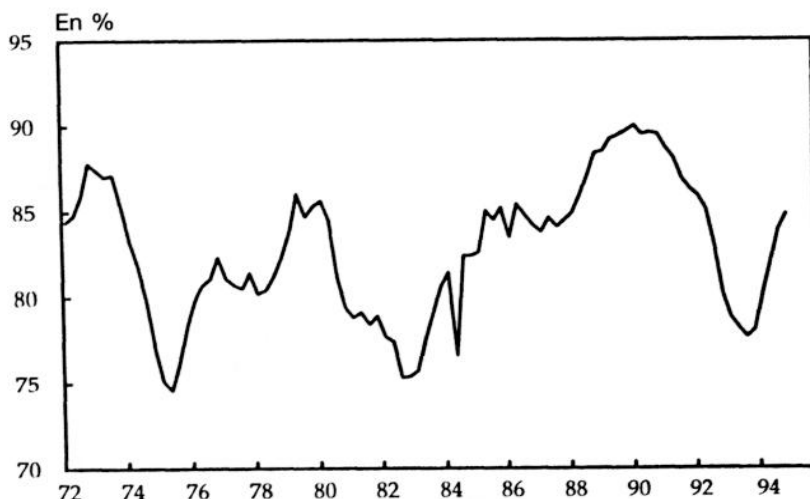
La croissance britannique pourrait ainsi se maintenir à hauteur de son rythme potentiel de moyen terme jusqu'à la mi-1996.

## **L'Allemagne à la recherche de sa croissance équilibrée**

### **La reprise confirmée...**

Après avoir connu un palier au cours du troisième trimestre 1994, la production industrielle (hors construction) de l'Allemagne de l'Ouest s'est réorientée à la hausse dans les derniers mois de l'année et a progressé au quatrième trimestre de 2 %. L'installation de l'Allemagne sur un sentier de reprise vigoureuse s'est ainsi confirmée, même s'il semble que les

données de la Bundesbank surestiment quelque peu le rythme de croissance des trois derniers trimestres (un rythme annuel de 3 % pour le PIB, après correction des variations saisonnières et des jours ouvrables, mais avant prise en compte des révisions des comptes). La demande extérieure a incontestablement constitué un moteur important de la croissance au cours du dernier trimestre de 1994. Les commandes adressées à l'industrie manufacturière en provenance de l'étranger ont effet progressé de 4,9 % en volume au cours du quatrième trimestre. La croissance a également été tirée par la demande intérieure : de bonnes conditions climatiques ont conduit à une activité très vigoureuse dans le secteur du bâtiment, qui pourrait également avoir bénéficié d'un effet d'avancement de certaines constructions résidentielles en raison de la suppression, début 1995, de certains avantages fiscaux. La reprise de l'investissement en équipement, initiée au cours du second trimestre 1994, s'est confirmée sur le reste de l'année et elle a permis d'engager l'adaptation de la formation des capacités de production à la demande reçue par les entreprises (graphique 28).



28. Taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier en Allemagne de l'Ouest

Source : INSEE-CE.

Selon les données provisoires de la Bundesbank, la consommation des ménages aurait cependant contribué négativement à la croissance du PIB de l'Allemagne de l'Ouest au cours du quatrième trimestre (elle aurait baissé de 1 %), atonie confirmée par l'évolution du chiffre d'affaire du commerce de détail et le climat des affaires dans le secteur des industries productrices de biens de consommation. Si la tendance de la consommation est restée plate au cours de 1994, elle s'est cependant mieux comportée que ne pouvaient le laisser penser initialement les perspectives de revenus.

En effet, l'évolution des revenus nominaux des ménages a été particulièrement défavorable en 1993 (la hausse de 2,9 % des salaires effectifs par tête a été contrée par la baisse marquée de l'emploi et la forte augmentation du chômage partiel) et en 1994 (en raison cette fois de la modération des progressions salariales, qui n'atteignent plus que 1,8 %,

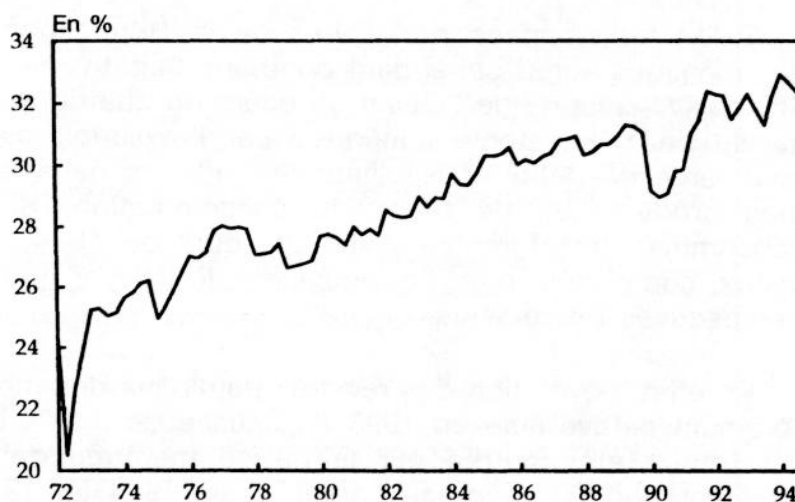
au sein d'un marché du travail en voie de stabilisation). Face à cette contrainte de revenu, la consommation en volume des ménages a fait preuve d'une grande inertie. En dépit de fluctuations liées notamment aux calendriers de versement des salaires, le volume des dépenses effectuées par les ménages s'est maintenue depuis la fin 1992 sur un rythme annuel tendanciel de 0,6 %. Cette viscosité de la consommation a plusieurs facteurs explicatifs.

Le fort ralentissement de la progression du revenu disponible nominal a tout d'abord été partiellement compensé par une évolution du déflateur de la consommation plus modérée que celle de l'indice des prix à la consommation. Le pouvoir d'achat des ménages ouest-allemands a donc moins baissé que ne l'aurait laissé penser la progression de l'indice des prix. En 1993, l'écart entre la progression de l'indice et celle du déflateur a été proche de 1 % en moyenne annuelle (+ 3,2 % pour le déflateur à structure variable, + 4,1 % pour l'indice à structure constante). Ces gains de pouvoir d'achat, liés notamment à l'appréciation du deutsche mark (qui permet par exemple un moindre coût des dépenses touristiques à l'étranger), peuvent expliquer une partie du maintien de la consommation : les pertes de pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages sont restées somme toute modérées (- 0,6 % en 1993, - 0,3 % en 1994).

### **... malgré l'adaptation progressive des ménages à la contrainte intertemporelle de revenu**

La surcharge fiscale imposée aux ménages pour le financement des transferts à l'Est n'a pas affecté de manière régulière le revenu des ménages depuis la mi-1991 (tableau 3). La progression du taux de prélèvement obligatoire a été très nette en 1991 et en 1994 (graphique 29). Elle correspond à l'introduction du prélèvement de solidarité de 7,5 % de l'impôt sur le revenu de la mi-1991 à la mi-1992, ainsi qu'au relèvement des taux de cotisations sociales en 1991 et, surtout, de l'assurance retraite en 1994. Il est difficile de mesurer l'écart de revenu

**29. Prélèvements obligatoires supportés directement par les ménages ouest-allemands en pourcentage de la masse salariale brute**



Source : Bundesbank.

3. Principales mesures fiscales ayant affecté les ménages depuis 1991

1991	<p><b>1/01/1991</b> Relèvement de la taxe sur les huiles minérales</p> <p><b>1/07/1991 au 30/06/1992</b> Surtaxe de solidarité</p> <p><b>1/07/1991</b> Majoration de la taxe sur les primes d'assurances ( 7 à 10 %)</p> <p><b>1/04/1991</b> Baisse du taux de cotisation assurance retraite (18,7 % à 17,7 %) Relèvement du taux de cotisation assurance chômage (4,3 % à 6,8 %)</p>
1992	<p><b>Jusqu'au 30/06/1992</b> Surtaxe de solidarité</p> <p><b>1/01/1992</b> Abaissement du taux de cotisation chômage (6,8 % à 6,3 %)</p>
1993	<p><b>1/01/1993</b> Relèvement du taux normal de TVA (14 % à 15 %)</p> <p><b>1/06/1993</b> Relèvement de la taxe sur les primes d'assurance (10 % à 12 %)</p> <p><b>1/01/1993</b> Baisse du taux de cotisation retraite (17,7 % à 17,5 %)</p> <p><b>1/01/1993</b> Relèvement des taux de cotisation chômage (6,3 % à 6,5 %)</p>
1994	<p><b>1/01/1994</b> Relèvement de la taxe sur les produits pétroliers (produit : 8,2 mrds DM)</p> <p><b>Sur l'année :</b> Suppression d'avantage fiscaux (produit : 1,8 mrds DM)</p> <p><b>1/01/1994</b> Relèvement du taux de cotisation assurance retraite (17,5 % à 19,2 %) (produit : 23 mrds DM)</p> <p><b>Au cours de l'année :</b> baisse du taux de cotisation maladie (pertes : - 1,1 mrds DM)</p>
1995	<p><b>1/01/1995</b> Réintroduction de la surtaxe de solidarité (produit attendu : 26,5 mrds DM)</p> <p><b>1/01/1995</b> Majoration de l'imposition du patrimoine (produit attendu : 1 mrd DM)</p> <p><b>1/01/1995</b> Augmentation de la taxe sur les primes d'assurance (12 % à 15 %) (produit attendu : 2,4 mrds DM) Suppression d'avantages fiscaux (1,5 mrd DM)</p> <p><b>1/01/1995</b> Baisse du taux de cotisation assurance retraite (19,2 % à 18,6 %) (pertes attendues : 8 mrds DM) Financement de l'assurance dépendance (1 % du revenu brut) produit attendu : 15 mrds DM)</p> <p><b>Courant de l'année :</b> baisse des taux de cotisation maladie (pertes attendues : - 2,3 mrds DM)</p>
1996	<p>Exonération du minimum vital (pertes attendues : 15 mrds DM)</p> <p><b>1/06/1996</b> Relèvement des taux de cotisation assurance maladie</p> <p><b>Courant de l'année :</b> Augmentation du taux de cotisation retraites (18,6 % à 19,2 %)</p>

Sources : Bundesbank, DIW, OCDE, Wall Street Journal.

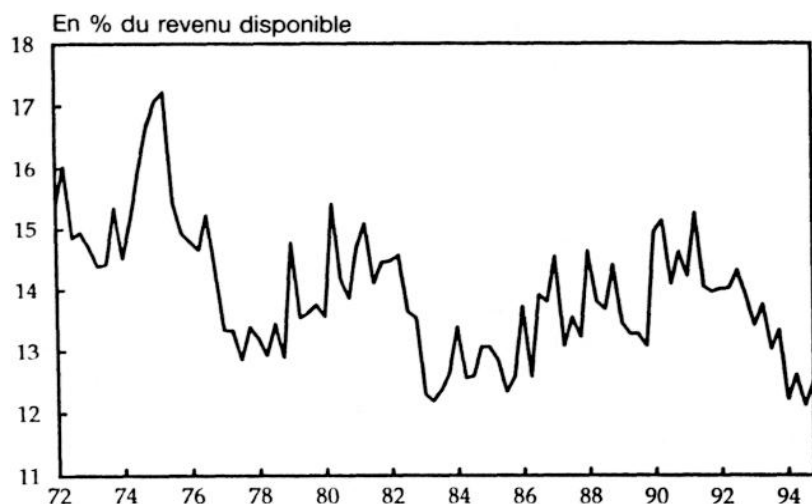
impliqué par ces mesures par référence aux évolutions qui seraient intervenues en l'absence de la réunification. Les progressions salariales ont en effet été affectées par le boom de 1990, puis par l'ampleur des ajustements effectués en 1993 et 1994 sur les salaires contractuels et l'emploi. On peut cependant noter que les effets des mesures fiscales se sont concentrés sur les années 1991-1992 et 1994. L'effet sur le revenu de la forte ponction opérée en 1992 avait été adouci par l'ampleur des gains contractuels au cours de la période de surchauffe (+ 6,4 % en 1991, + 6 % en 1992). En 1993, les principales mesures ont affecté la fiscalité indirecte, et la hausse des taux de cotisation chômage et maladie a en partie été compensée par la baisse du taux de cotisation retraite. En outre, la décision du Conseil Constitutionnel, prise en septembre 1992, d'exonération fiscale du minimum vital a été effectivement appliquée dès 1993 (au moyen d'une solution provisoire consistant à relever considérablement les taux marginaux d'imposition des tranches de revenus directement supérieures au minimum, ce qui laisse en suspens pour 1996 le choix d'un mode définitif de financement). L'effet global des mesures fiscales en 1993, se traduisant par une stabilité du taux de prélèvements obligatoires, a été plutôt positif pour les ménages. La nouvelle hausse de ce taux en 1994 a par contre été d'autant plus perçue par les ménages qu'elle s'est accompagnée d'économies de dépenses sociales (Programme de Consolidation Budgétaire du printemps 1994), dans un contexte de fortes concessions salariales.

Dans l'hypothèse où le financement des transferts par relèvement de l'imposition n'a pas été d'emblée perçu comme un phénomène durable par les ménages ouest-allemands, leur taux d'épargne aurait dû surréagir à la baisse, puis à la hausse, avant de se stabiliser à un niveau inférieur au niveau initial, désormais adapté à leur nouveau revenu permanent. En effet, tant que les ménages ne perçoivent pas la baisse de leur revenu courant comme permanente, leur taux d'épargne est susceptible de baisser d'abord fortement, puis il remonterait partiellement une fois perçue la baisse du revenu permanent.

A l'inverse, dans l'hypothèse où les ménages ont fait preuve d'une rationalité instantanée et complète dans leur perception du comportement du secteur public, ils auraient considéré d'emblée l'augmentation des dépenses publiques provoquées par l'unification comme permanente et défavorable au niveau de leur revenu permanent. Une telle rationalité aurait conduit dans un premier temps à une hausse de l'épargne (avant la hausse des impôts), puis à une baisse de l'épargne (au moment où intervient cette hausse des impôts).

Ces hypothèses théoriques contradictoires restent d'un apport limité pour comprendre le comportement d'épargne des ménages ouest-allemands au cours des dernières années. Ce comportement n'a pas été radicalement différent de celui qui avait prévalu durant de précédentes phases de surchauffe puis de récession (graphique 30). Une surréaction à la hausse du taux d'épargne est difficile à déceler, les taux maximum étant analogues à ceux de 1980-1981. De plus, jusqu'à la fin 1993, l'ampleur de la baisse du taux d'épargne, de deux points, ne s'écarte pas de celle observée lors de la récession de 1982. Ces évolutions peuvent





30. Taux d'épargne des ménages ouest-allemands

Source : Bundesbank.

être mises en rapport avec les facteurs gouvernant l'évolution du revenu disponible. La hausse de la fiscalité en 1991-1992 a été compensée en partie par l'acquis des négociations salariales et l'année fiscale 1993 n'a pas eu d'incidence notable sur le revenu disponible des ménages. Il faut néanmoins noter que la baisse du taux d'épargne est intervenue plus tôt que lors des précédents cycles : le retournement à la baisse du taux d'épargne s'est produit à la mi-1991, au point haut du cycle d'activité, alors qu'il était retardé d'environ six trimestres en 1973-1974 et 1979-1980. Ceci peut laisser penser que les ménages, surpris par l'ampleur des coûts de l'unification, ont effectivement sur-ajusté à la baisse leur taux d'épargne lors des premières hausses d'imposition. La baisse du taux d'épargne, qui n'est guère plus ample qu'en 1982, s'est cependant étalée ensuite sur une période plus longue, jusqu'en 1994. Ce mouvement ne donne plus l'impression d'une surréaction instantanée mais d'une prise en compte résignée de la charge de l'unification. L'Allemagne unifiée a substitué des impôts publics à de l'épargne privée et cette socialisation de l'épargne a permis la réduction des déficits publics structurels.

En 1994, les ménages ont de nouveau vu leur revenu disponible ponctionné par une hausse des prélèvements obligatoires, et l'adoption du plan de consolidation budgétaire les a confrontés dès le printemps à la perspective de hausses d'imposition pour 1995. Perçue comme durable, la hausse des prélèvements était susceptible de freiner la baisse du taux d'épargne au moment même où, les perspectives de revenus futurs s'améliorant du fait de la reprise de l'activité, sa baisse cyclique normale aurait dû faire contribuer la consommation à la reprise. Dans ces conditions la stabilisation du taux d'épargne en fin d'année 1994, qui clot la phase de baisse intervenue depuis 1991, peut témoigner de la prise de conscience de la baisse du revenu permanent. La résignation est devenue raison. La consommation des ménages a été en conséquence freinée en 1994. En effet, l'augmentation de la consommation constatée en moyenne annuelle (+ 0,8 %) est pour l'essentiel l'effet de l'acquis enregistré fin 1993 (+ 0,7 %).

Au fil des mois, les perspectives du redressement de la partie orientale de l'Allemagne se sont confirmées. Le débat sur le rôle et le montant des transferts à l'Est s'est amplifié en fin d'année 1994. En effet, la consolidation budgétaire passe en 1995 par un relèvement considérable de la fiscalité directe (tableau 3), qui devrait amener le taux de prélèvements obligatoires pour l'ensemble de l'économie à un niveau record de 45 % (soit 2,1 points de plus que le maximum des trois dernières décennies observé en 1977). Dans un contexte où toute marge de manœuvre sur les recettes au delà de 1995 est épuisée, la volonté stricte des autorités allemandes de poursuivre le redressement budgétaire et d'assurer le respect, à échéance, des normes de Maastricht impose de faire désormais reposer les efforts sur les dépenses publiques. Elle nécessite surtout de justifier clairement le montant des engagements budgétaires à l'Est. La coalition gouvernementale s'était accordée pour lier la réduction progressive de la surtaxe de solidarité à la baisse des transferts ou à une augmentation des recettes perçues à l'Est durablement supérieure aux prévisions. L'accélération de la croissance des Länder de l'Est (+ 8,9 % pour le PIB en 1994, après 5,8 % en 1993) a consolidé les espoirs d'une réduction prochaine du montant des transferts destinés à couvrir le déficit de recettes fiscales et sociales à l'Est <sup>(3)</sup>. Une estimation réalisée en 1993 par l'institut IdW modère cependant la réduction à attendre du montant actuel des transferts, au moins d'ici la fin 1996. Selon celle-ci, une croissance soutenue à un rythme de 8 % à l'Est d'ici l'an 2 000 nécessiterait des transferts nets annuels de 153 milliards de DM, soit un montant quasiment identique à celui prévu pour 1995 <sup>(4)</sup> par le gouvernement. Dans ces conditions, il est plausible de conclure à un maintien du prélèvement de solidarité à son niveau actuel jusqu'à la fin 1996, en considérant que le gouvernement poursuit sa politique de réduction du déficit public structurel et ne profite pas du surcroît de recettes conjoncturelles pour relâcher son effort en ce sens. L'hypothèse fiscale retenue est donc celle d'un maintien jusqu'à fin 1996 du prélèvement de solidarité.

### **1995-1996 : des risques inflationnistes limités, une croissance plus équilibrée**

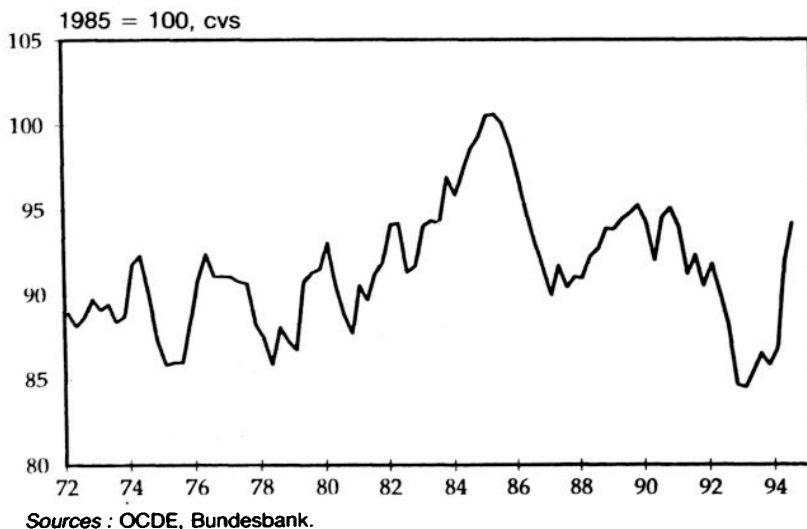
L'issue des négociations salariales dans la métallurgie témoigne d'une résistance à l'amputation, par la hausse des prélèvements, du revenu disponible des ménages, dans un contexte d'affermissement de la reprise. Supérieures aux attentes, les progressions salariales exerceront un effet positif sur l'évolution de la consommation des ménages en 1995, dans la mesure où elles permettront d'atténuer l'effet de la surtaxe de solidarité.

---

(3) La surtaxe de solidarité est destinée à financer l'extension à l'Est du système de péréquation fiscale.

(4) Le gouvernement estime en effet que les transferts bruts se monteront à 200 milliards en 1995 (après 181 en 1994) et les transferts nets à 155 milliards, selon ses toutes dernières estimations.

L'impact des négociations sur l'évolution des coûts unitaires des entreprises doit cependant être relativisé pour 1995. L'accord pilote conclu en Bavière dans la métallurgie correspondrait en effet à une progression des salaires contractuels dans ce secteur de 4,7 % en moyenne annuelle pour 1995. Ce serait le résultat d'une augmentation des gains horaires contractuels (hors effet de la compensation de la réduction de la durée du travail au premier octobre) de 3,4 % de mai à octobre, puis de 3,6 % en novembre 1995, venant s'ajouter au forfait destiné à compenser le délai de carence entre la fin de la convention et l'issue des négociations. Une partie de la hausse moyenne de 1995 est due à un effet de base, dans la mesure où les salaires, en 1994, n'avaient pas été augmentés avant le mois de juin. Le redressement très marqué de l'indicateur de taux de marge dans le secteur manufacturier (graphique 31) au début de 1994 avait été favorisé par ce décalage, d'autant que les gains de productivité étaient particulièrement prononcés à ce moment de la reprise.



31. Prix à la production / coûts unitaires dans les industries manufacturière et extractive en Allemagne de l'Ouest

Les hausses négociées pour 1995 se sont néanmoins avérées supérieures aux attentes, d'autant que les accords dans la métallurgie ont été suivis de près par des accords dans la chimie et les assurances se soldant par une progression des gains horaires de 3,8 % pour 1995.

La productivité apparente par tête dans l'ensemble de l'économie s'est redressée plus tôt que lors des précédents cycles et se maintient depuis le second trimestre 1993 sur un rythme de croissance supérieur à son rythme tendanciel observé sur la période 1987-1991 (+ 2 % en rythme annuel). Ces évolutions ont permis aux coûts unitaires de baisser de 2 % dans l'ensemble de l'économie en 1994. Des négociations salariales qui se seraient soldées par des accords de l'ordre de 3 % et se seraient systématiquement accompagnées d'accords de flexibilisation auraient permis de contenir encore fortement les coûts unitaires en 1995. Avec une progression contractuelle du salaire horaire de 3,4 % en glissement (c'est-à-dire hors effet de base) pour 1995, l'évolution des coûts unitaires sera moins favorable pour les entreprises. Leur progression

restera néanmoins insuffisante pour exercer des pressions inflationnistes sensibles avant 1996. Si aucun accord sur la flexibilisation du temps de travail n'a été conclu dans la métallurgie, les partenaires sociaux se sont entendus sur une flexibilisation des horaires de travail dans les assurances <sup>(5)</sup> et les accords d'embauche en dessous du tarif conventionnel ont été prorogés dans la chimie. Par ailleurs, les partenaires sociaux n'ont pas exclu, dans la métallurgie, de renégocier fin 1995 des accords de flexibilisation, c'est-à-dire à un moment où les pressions sur les coûts unitaires se feront plus fortes. Ce serait juste après l'entrée en vigueur du passage aux 35 heures avec compensation salariale intégrale pour la métallurgie. Son incidence sur les coûts unitaires pourrait s'en trouver limitée.

La progression des rémunérations permettra en revanche de soutenir la consommation des ménages en 1995, qui, sinon, aurait plus souffert du maintien du prélèvement de solidarité. La croissance du PIB ouest-allemand aura néanmoins probablement ralenti au cours des premiers mois de 1995, dans la mesure où le versement des augmentations salariales ne prendra effet qu'au cours du second trimestre 1995. La détérioration, en décembre 1994, des perspectives de débouchés à trois mois dans le secteur du commerce de détail et des perspectives de production des industries productrices de biens de consommation va dans ce sens. Mais, à partir du second semestre 1995, la consommation des ménages sera entraînée par une vive progression du revenu disponible, qui permettra aussi une reconstitution progressive de leur épargne.

La maturation du cycle d'investissement en Europe continuera de tirer les exportations de l'Allemagne en 1995 et limitera l'effet défavorable de l'appréciation du deutsche mark sur la compétitivité prix. Le fort redressement des parts de marché de l'Allemagne en 1994 sera encore net en 1995 puis tirera sur sa fin en 1996. L'adjonction du moteur de la consommation à la croissance des débouchés externes accroîtra l'incitation à investir en 1995, les entreprises ouest-allemandes bénéficiant par ailleurs du net redressement de leurs conditions de profit au cours de l'année écoulée. L'investissement en bâtiments devrait par contre se ralentir en 1995, la reprise des constructions industrielles et commerciales étant contrecarrée par la fin du boom du résidentiel.

La partie orientale de l'Allemagne connaîtra en 1995 un taux de croissance proche de 10 %, tiré essentiellement par l'investissement. L'évolution de la consommation devrait en effet se ralentir par rapport à 1994, dans la mesure où les revenus évolueront désormais plus en phase avec la création de valeur ajoutée, l'essentiel du rattrapage des niveaux de salaire et de protection sociale ayant été réalisé. En 1994, les rémunérations contractuelles à l'Est représentaient 84 % de celles de l'Ouest. L'alignement des niveaux de salaires était initialement prévu pour 1994-1995. Il semble désormais acquis que le niveau élevé du chômage (15 %

---

(5) Celui-ci, conclu pour deux ans, prévoit la possibilité d'un intervalle de temps de travail de 20 à 42 heures.

de la population active, mais près du double si l'on prend en compte le chômage déguisé) aura pour conséquence d'ajourner le rattrapage des salaires de l'Ouest.

Ces évolutions pourraient autoriser une croissance de 3,2 % pour les Länder de l'Ouest et de 3,7 % pour l'Allemagne unifiée en 1995. Cette croissance prononcée dépasse quelque peu une croissance potentielle qui bénéficie des premiers fruits de l'effort d'accumulation des dernières années, notamment à l'Est. La croissance soutenue de 1995, venant après la reprise de 1994, devrait suffire à faire passer le niveau du PIB réel au dessus de son niveau potentiel (non inflationniste) dès le premier semestre 1995.

Au tournant de 1995-1996, les pressions de la demande et l'évolution des coûts unitaires devraient ainsi accroître les tensions inflationnistes. Le processus de désinflation a déjà pris fin au stade de la production, mais l'évolution des prix à la consommation reste encore très modérée, avec un rythme oscillant autour de 2 % (en rythme annualisé sur trois mois). Si elle est susceptible de freiner les exportations de l'Allemagne, l'appréciation du deutsche mark a par contre une incidence modératrice sur l'inflation. Les premières manifestations inflationnistes de la fin 1995 inciteront la Bundesbank à resserrer ses conditions monétaires dès le second semestre 1995, pour amener les taux à trois mois à hauteur de 6 % en fin d'année. Cette action contribuera à ramener progressivement en 1996 la croissance allemande vers son rythme potentiel. Au total, la croissance du PIB de l'Allemagne de l'Ouest serait de l'ordre de 3 % et celui de l'Allemagne totale de 3,5 % en 1996. La croissance allemande se placerait ainsi dans le sillage de son rythme potentiel et bénéficierait d'un soutien plus solide par la consommation. Faut-il y voir les prémises d'une trajectoire de moyen terme désormais dotée de bonnes chances de stabilité et d'équilibre ?

## **L'économie française : une croissance tendancielle modérée**

La reprise de l'économie française s'est confirmée : les carnets de commandes et la production continuent de progresser à un rythme élevé, selon les enquêtes de conjoncture. Le redémarrage de l'investissement est effectif, l'ajustement des stocks s'est réalisé, la demande étrangère reste soutenue ; la consommation, en revanche, a souffert du repli de l'automobile en fin d'année. Les anticipations des producteurs de biens de consommation courante restent cependant bien orientées. Le logement semble être le seul secteur où un retournement s'opère.

Le cadre de la présente prévision est particulier : les perspectives que l'on peut tracer pour l'économie française en février-mars 1995 sont

nécessairement tendancielle ; quelle qu'en soit l'issue, les élections présidentielles déboucheront sur une inflexion de la politique économique à la mi-1995. Les indications sont encore trop imprécises et il est difficile d'en mesurer l'impact.

Les incertitudes majeures de cette prévision concernent trois domaines :

— la politique budgétaire : l'objectif officiel reste le retour à un déficit public de 3 % du PIB en 1997, conformément aux critères de convergence de Maastricht, alors qu'il a atteint 5,7 % du PIB en 1994. Cet objectif paraît bien difficile à réaliser. Nous avons fait l'hypothèse d'un déficit de 4,8 % en 1995 et de 4 % en 1996. En 1995, cela suppose la réalisation du déficit budgétaire initialement voté (mais susceptible de modification au second semestre) ; cela suppose aussi la stabilisation du déficit de la Sécurité sociale, grâce à un prélèvement supplémentaire. En 1996 la restriction des dépenses perdurerait ;

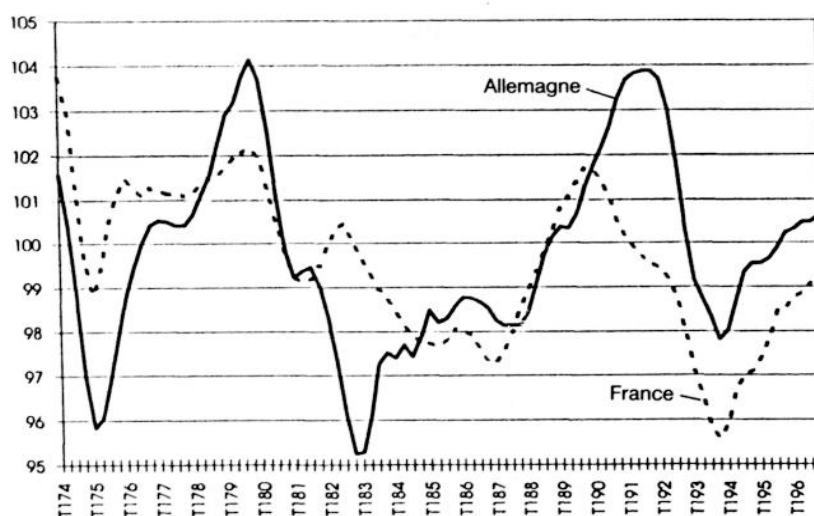
— la politique monétaire resterait contrainte par la politique du change. D'importantes perturbations transitoires peuvent survenir, y compris au lendemain des élections, si les marchés financiers veulent tester l'orientation des politiques économiques. Au delà de ces aléas, nous avons supposé que la Banque de France suivrait la remontée des taux allemands et que la prime de risque oscillerait entre un demi et un point. Les taux à long terme se sont élevés et pourraient se détendre d'ici 1996. A la charnière de 1994 et 1995, dans la phase de redémarrage économique, les taux d'intérêt réels sont de 6,5 % à long terme et de 3,7 % pour le court terme (jour le jour). C'est moins que lors de la reprise de 1987-1988 (1 à 1,5 point pour les taux courts, un point pour les taux longs). Mais les tensions du début de 1995 ont annulé ces écarts. Nous avons supposé que les taux courts nominaux reviendraient vite à 7 %, donc en dessous des taux longs. Ceux-ci seraient freinés par les efforts faits en matière de restriction budgétaire. L'écart avec les taux courts, qui avait presque atteint 2,5 points à la fin de 1994, serait alors de moins d'un point à la fin de 1996 ; le retour à l'inversion des taux, en mars 1995, serait éphémère ;

— l'évolution des salaires est également incertaine. Nous avons fait l'hypothèse d'une légère accélération du taux de salaire horaire, et d'une hausse plus importante du salaire individuel, une fois prise en compte la rémunération des heures supplémentaires, les primes etc. Bien que la plus élevée des prévisions actuelles, cette anticipation de salaires pourrait être sous-estimée, si continuent de se développer les mouvements revendicatifs du printemps.

La prévision tendancielle conduit à une croissance du PIB de 3,5 % en 1995 et 3 % en 1996. La reprise de la demande intérieure finale concernerait tout particulièrement l'investissement des entreprises. Les achats des ménages pourraient s'intensifier sous l'effet d'un regain modéré du revenu et de la poursuite de la baisse du taux d'épargne ; les dépenses de consommation bénéficieraient de l'atonie de l'investissement en logements. Le restockage, amorcé à la mi-1994, se poursuivrait et soutiendrait encore fortement la croissance de 1995 ; sa contribution serait faible en revanche, en 1996. La forte reprise des exportations serait

compensée par celle, encore plus soutenue, des importations et les échanges extérieurs contribueraient négativement à la croissance.

Bien que supérieure à la croissance potentielle, telle qu'elle est estimée par l'OCDE (2 % par an), la croissance du PIB ne redresserait que modérément le ratio du PIB à son potentiel (graphique 32). Au début de 1994, le redémarrage s'est fait à partir d'un niveau bien inférieur à celui de 1987-1988, si bien qu'à la fin de 1996 le niveau d'équilibre du PIB à son potentiel ne serait pas encore atteint. L'utilisation des capacités de production n'atteindrait pas les seuils de saturation conduisant à accélérer les hausses de prix et/ou élever le taux de pénétration des importations sur le marché intérieur.



32. Rapport du PIB au PIB potentiel

Sources : OCDE, estimations et prévisions OFCE.

Le chômage reculerait peu, la progression des effectifs, même en incluant le développement du temps partiel, absorbant juste le surcroît de population active. En l'absence de tensions sur les capacités, l'inflation resterait très modérée, les prix des services évoluant de plus en plus près de ceux de l'industrie. Et les soldes extérieurs (commercial et courant) conserveraient des excédents proches de ceux de 1994 : gains des termes de l'échange et effet de base compenseraient l'écart des volumes échangés.

### La reconstitution des stocks soutiendra encore la croissance

En 1994, le déstockage s'est interrompu dès le début de l'année et un restockage modéré est intervenu. La contribution des stocks à la croissance a atteint 1,2 point, soit la moitié de la croissance du PIB. En réalité, ce n'est pas l'ampleur du restockage qui est atypique au regard des périodes précédentes de reprise, mais plutôt l'ampleur du déstockage de 1993 — déjà analysé dans les chroniques précédentes.

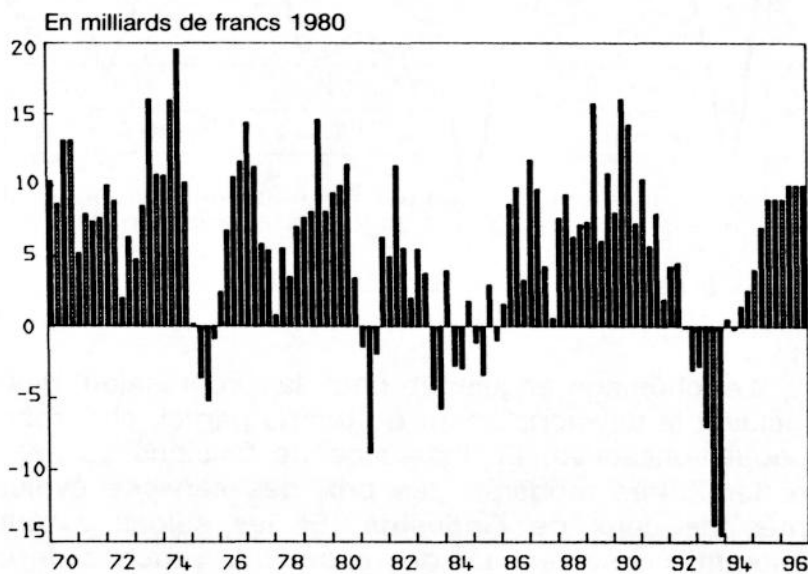
Hors de l'industrie manufacturière, les mouvements furent contradictoires : les stocks ont été nettement reconstitués dans l'agriculture et

l'énergie, mais le déstockage s'est poursuivi dans le bâtiment et les industries agro-alimentaires. Dans l'industrie manufacturière, la reconstitution des stocks a concerné les secteurs de biens intermédiaires (où pourtant les stocks restent jugés insuffisants par les entreprises), et l'automobile. En revanche, les producteurs de biens de consommation courante, de biens d'équipement ménager et de biens d'équipement professionnel ont continué de déstocker.

Ce sont surtout les stocks de matières qui se sont élevés dans l'industrie, gonflant ainsi les commandes adressées aux industries de base. Les stocks de produits, en revanche, ont continué de s'alléger jusqu'au troisième trimestre et sont restés stables en fin d'année. Les stocks du commerce se sont un peu regarnis.

La reconstitution des stocks devrait s'amplifier en 1995, et dans une moindre mesure en 1996 (graphique 33). La contribution à la croissance serait positive, de 0,7 point cette année et 0,3 point l'an prochain. Bien évidemment cette variable sera l'une des plus sensibles aux hypothèses de politique économique.

33. Variation des stocks de biens et services <sup>(1)</sup>



(1) La reconstitution des stocks du deuxième semestre 1994, évaluée par les comptes nationaux de l'INSEE, a été revue en baisse par l'OFCE en même temps que l'investissement des entreprises a été revu en hausse. Ceci est sans effet sur la variation du PIB

Sources : INSEE, estimations et prévisions OFCE.

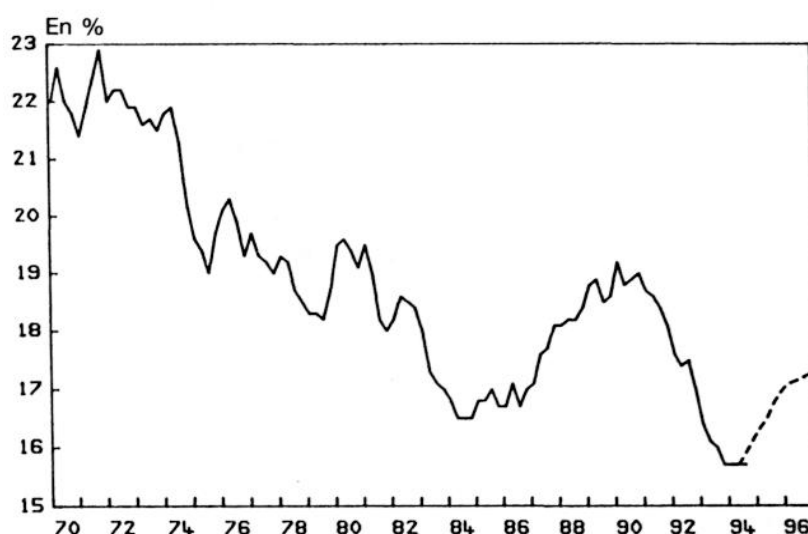
### L'investissement des entreprises s'est déjà redressé en 1994...

Le début de l'année 1994 a marqué le point d'arrêt à la chute de l'investissement engagée trois ans auparavant. Timide encore en moyenne annuelle (+ 0,5 % selon les comptes trimestriels), la reprise apparaît plus vive si l'on compare le niveau d'investissement atteint à la fin de 1994 à celui de la fin 1993 (+ 5,1 %). Mais le constat pourrait être plus optimiste encore si l'on admet une possible sous-évaluation de la



progression des dépenses par les comptes trimestriels <sup>(6)</sup>. Selon l'enquête dans le commerce de gros, l'opinion qualitative sur les ventes de biens d'équipement confirmerait plus nettement le redémarrage, en particulier au second semestre 1994. Ainsi avons-nous inscrit une correction en hausse des comptes des troisième et quatrième trimestres, portant la progression de l'investissement des entreprises au cours de l'année 1994 à près de 6,5 % et en moyenne annuelle à 1,1 %.

La reprise des dépenses, menée dans un contexte d'élévation sensible de l'activité, a néanmoins été insuffisante pour déjà redresser le taux d'investissement. Sur les deux premiers trimestres de 1994, il s'est stabilisé à son niveau de la fin 1993 ; la correction apportée a toutefois anticipé sa remontée au troisième trimestre (graphique 34). Cette attitude prudente des entreprises leur a permis de maintenir la capacité de financement apparue à la fin de 1991 et par là de continuer à libérer des marges de désendettement <sup>(7)</sup>. Il semble donc que les sociétés aient profité de l'amélioration des résultats d'exploitation pour poursuivre, en cette première phase de la reprise, l'assainissement de leur situation patrimoniale marquée par une montée excessive de l'endettement durant les trois premières années de la décennie quatre-vingt-dix. L'amélioration rapide de cette situation autorise maintenant une reprise soutenue de l'investissement, visant d'abord à satisfaire les besoins de renouvellement et de modernisation du stock de capital, différés pendant la phase de dépression.



34. Taux d'investissement des sociétés <sup>(1)</sup>

(1) Investissement rapporté à la valeur ajoutée

Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

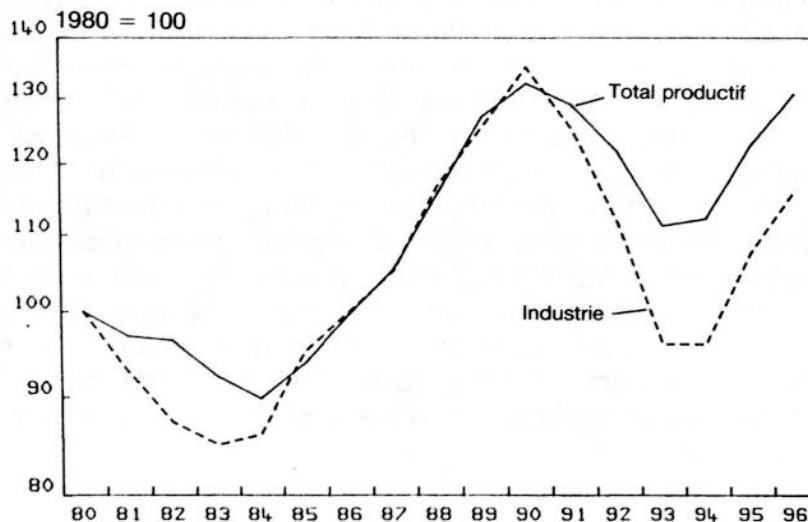
(6) En l'absence d'indicateurs infra-annuels directs, les comptes nationaux évaluent la FBCF en biens d'équipement professionnels (44 % du total de l'investissement des entreprises), en élaborant des indicateurs de disponibilité en produits sur le marché intérieur (livraisons + importations - exportations - consommations intermédiaires), ventilés ensuite en variations de stocks et en FBCF selon un partage supposé conforme à la tendance moyenne observée sur le passé. Fragilisé du fait des mouvements d'amplitude exceptionnelle enregistrés en 1993, et par des incertitudes sur le commerce extérieur, ce partage conduit vraisemblablement à une sous-évaluation de la FBCF en biens d'équipement professionnels en 1994.

(7) Selon les statistiques de la Banque de France, les encours de crédits des établissements de crédit aux sociétés continuent à décroître au cours de 1994 (Bulletin mensuel, n° 14, février 1995).

**... et progressera vivement en 1995 et 1996**

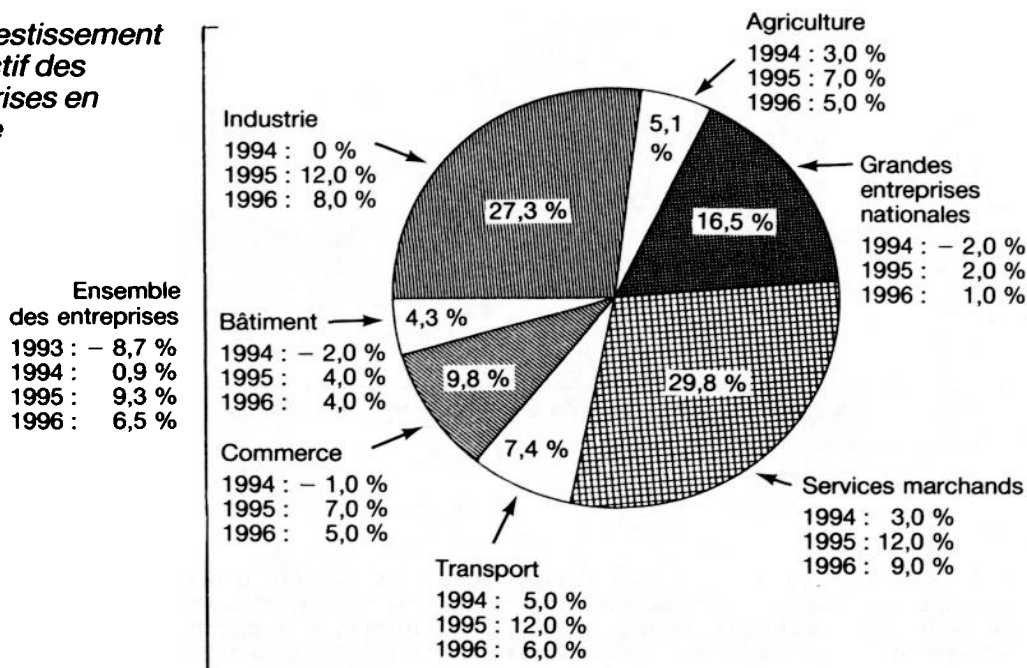
L'investissement productif des sociétés croîtrait vivement en 1995, de plus de 9 % en moyenne annuelle. Après ce rebond, la progression des dépenses se ralentirait l'année suivante (6,5 %). A l'horizon de la prévision l'investissement aurait juste retrouvé son niveau de 1990 (graphiques 35 et 36).

**35. Volume d'investissement des entreprises aux prix de 1980**



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

**36. Investissement productif des entreprises en volume**

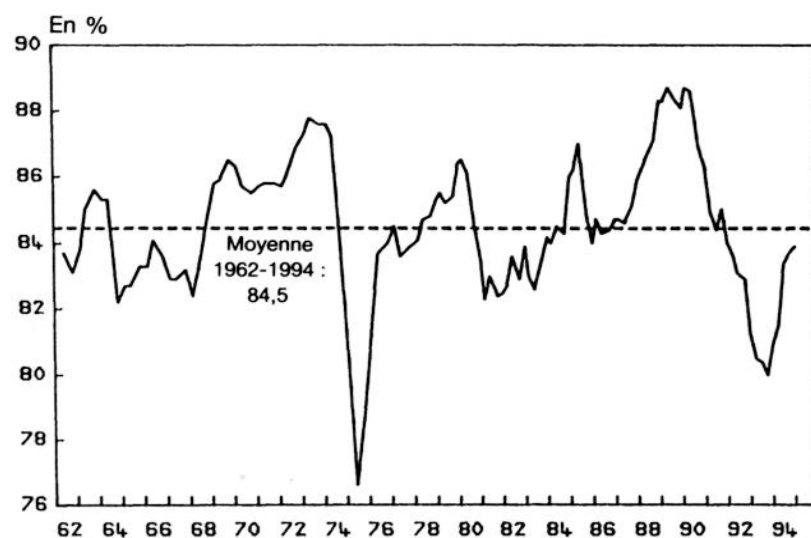


Les pourcentages situés à l'intérieur du diagramme indiquent la part de chaque secteur dans l'investissement total en 1993  
 Les pourcentages situés à l'extérieur du diagramme indiquent les évolutions en francs constants

Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

Dans l'industrie, selon l'enquête INSEE de janvier, l'investissement aurait à nouveau baissé en 1994 (- 4 % en moyenne annuelle en valeur), du fait probablement d'un nouveau creusement des dépenses au premier semestre, comme l'indiquent les industriels interrogés lors de l'enquête sur les trésoreries. Cette évaluation paraissant trop pessimiste, nous avons retenu l'hypothèse d'une stabilité en volume en 1994.

La faiblesse de l'investissement industriel en 1994, limitant encore la progression du stock de capital (+ 0,6 % contre + 0,8 % en 1993 selon nos évaluations), s'est paradoxalement accompagnée d'une élévation vigoureuse des capacités de production (2,1 %), après une baisse de 1,3 % en 1993<sup>(8)</sup>. Le fait doit être relié aux mouvements heurtés enregistrés par la durée d'utilisation des équipements qui, selon l'enquête de la Banque de France, a reculé de 2,5 % en 1993 pour ensuite se redresser de 3,6 % en 1994. Il est probable que ces mouvements ont atténué en 1993 la chute du taux d'utilisation des capacités de production déclaré par les industriels, qui aurait pu être plus importante, et ont limité sa remontée en 1994. A l'enquête de janvier, le taux d'utilisation demeure encore en-deçà du niveau normal, malgré la vigueur de la reprise de la production<sup>(9)</sup> (graphique 37).



37. Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

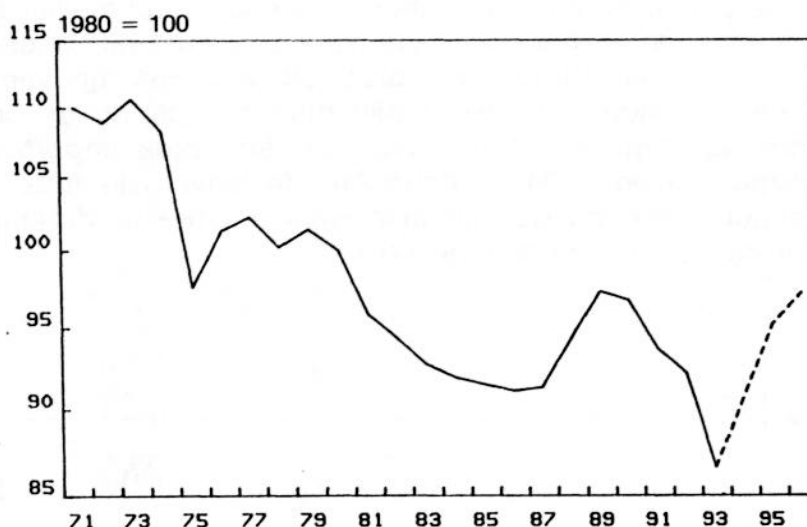
Source : INSEE.

(8) Pour une analyse rétrospective de l'évolution des capacités de production dans l'industrie, voir « Un horizon conjoncturel dégagé », *Revue de l'OFCE, Observations et diagnostics économiques*, n° 51, octobre 1994, pp. 49 à 51.

(9) Le taux d'utilisation des capacités, calculé à partir des marges de capacité de production avec embauche déclarées à l'enquête de conjoncture dans l'industrie, fournit une mesure de la part des équipements installés qui sont effectivement en service. Une élévation de la durée d'utilisation du capital comme en 1994, portant vraisemblablement sur les équipements les plus récents, est un substitut à la remise en fonctionnement de machines plus anciennes quand les débouchés s'accroissent. Elle a pu de ce fait freiner la remontée du taux d'utilisation en 1994.

En 1995 et 1996, les hausses de l'investissement industriel seraient fortes, respectivement 12 % et 8 %, mais ne compenseraient pas les reculs antérieurs ; en 1996, les dépenses seraient encore inférieures de près de 16 % au niveau atteint en 1990. Accompagnées de déclassements élevés, modérant la progression du stock de capital au regard des rythmes d'accumulation de la fin des années quatre-vingt, elles n'empêcheront pas l'élévation conjointe des degrés d'utilisation, taux et durée d'utilisation, ce qui renforcerait le redressement sensible de la productivité apparente du capital engagé en 1994 après quatre années de baisse continue (graphique 38).

**38. Productivité apparente du capital dans l'industrie <sup>(1)</sup>**



(1) Production (à prix 1980) rapportée au stock de capital en volume

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Dans l'agriculture, les perspectives d'investissement sont favorables, après les replis enregistrés en 1991, 1992 et 1993. La meilleure tenue de l'activité dans le secteur du machinisme agricole, l'année dernière, ainsi que la progression du revenu agricole (11,5 %) incitent à inscrire une reprise des dépenses en 1994. L'annonce par le Premier Ministre, en décembre 1994, du maintien des taux des prêts bonifiés à leur niveau de l'an passé, et la hausse de 30 % de l'enveloppe des crédits bonifiés à l'investissement laissent envisager une nette reprise en 1995 et 1996 <sup>(10)</sup>. Dans le bâtiment, les perspectives d'activité, tant en ce qui concerne le logement que l'immobilier d'entreprise, apparaissent trop peu favorables pour pousser fortement les dépenses. Le redressement des trésoreries dans la seconde moitié de 1993 aurait permis, en 1994, une baisse nettement moindre que celle de l'année précédente, mais il ne faudra pas attendre dans l'avenir une reprise de l'investissement aussi nette que dans les autres branches. Dans le tertiaire, l'investissement se serait légèrement accru en 1994 après un recul important, l'année précédente.

(10) En outre, selon le Ministère de l'agriculture, le gel d'une part de ces enveloppes n'aura pas lieu cette année.

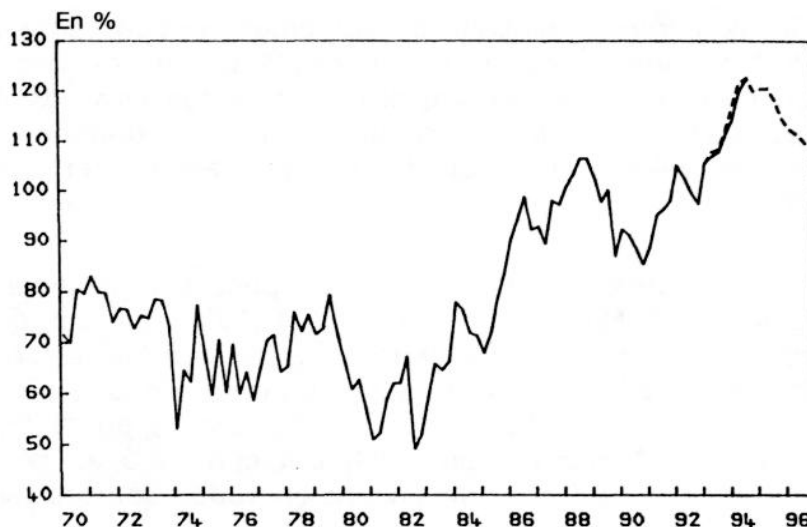
Si les commerces sont probablement encore en repli, la reprise serait déjà engagée dans les transports, à la suite du début de renouvellement du parc des matériels, ainsi que dans les services. En 1995 et 1996, la croissance des dépenses serait vive, les commerces se situant néanmoins toujours en retrait des autres branches tertiaires (graphiques 35 et 36).

Les contraintes financières ont pesé sur l'investissement des Grandes Entreprises Nationales en 1993 et 1994, en particulier pour les entreprises de transport. La capacité financière limitera encore la progression des dépenses en 1995 et 1996. La dette de la SNCF, atteignant déjà 156 milliards à la fin 1994, s'alourdirait encore en 1995. Les charges financières, 12,7 milliards en 1994, ont contribué au déficit qui a atteint 8,2 milliards et se creuserait encore en 1995. Compte tenu d'un autofinancement négatif, la maîtrise des investissements demeurera un objectif prioritaire pour les années à venir. L'entreprise limitera donc ses investissements, selon une montée en charge progressive, au lancement du TGV-Méditerranée à l'automne 1995, et à l'engagement des travaux du TGV-Est. La réduction plus rapide que prévu du déficit d'Air-France, dans le cadre du plan de redressement, n'infléchira pas les orientations en cours. Ainsi l'entreprise, qui a gelé ses achats d'avions cette année, exploitera davantage les matériels dont elle dispose. La progression des investissements d'EDF sera davantage le fait de la distribution, réseaux de transport et d'alimentation de la clientèle, que de la production. Les chantiers engagés en 1993 ont été poursuivis en 1994, mais au regard des besoins nationaux, les niveaux d'investissement en équipement de production déclineraient désormais jusqu'aux années 2000. La RATP prolongera les programmes en cours, notamment le réseau METEOR, mais la réduction de l'autofinancement et l'élévation de l'endettement pourront contraindre, à l'avenir, la progression des dépenses. Enfin, la Poste et France-Télécom auront la capacité de poursuivre la modernisation du réseau ainsi que le développement de l'offre de services.

### **La reprise des dépenses d'investissement n'hypothéquera pas la poursuite de l'assainissement financier**

Pour l'ensemble des sociétés, l'investissement sera toujours largement autofinancé. Même si la reprise de la formation de capital entraînera un repli du taux d'autofinancement, à l'horizon 1996 l'épargne excédera toujours les dépenses d'investissement (graphique 39). La progression de l'excédent d'exploitation sera limitée par la vigueur des créations d'emploi, mais la nette réduction des frais financiers viendra dopper l'épargne (graphiques 40). Les entreprises ont en effet déjà bien engagé leur désendettement, et pourront continuer à le faire tout en profitant de la poursuite de la baisse du coût du crédit. L'effet retardé des baisses de taux sur les crédits à long terme en 1994 contribuera encore, cette année et l'année prochaine, à la réduction du taux d'intérêt apparent. Mais la persistance possible de taux courts élevés, héritée des tensions actuelles, pourrait en freiner la décrue.

**39. Taux d'autofinancement des sociétés <sup>(1)</sup>**



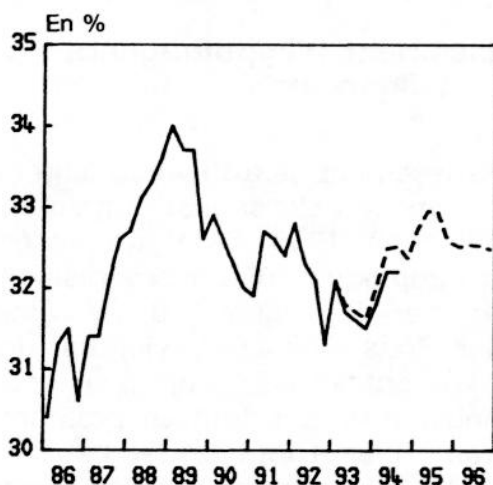
(1) Epargne brute rapportée à l'investissement

Les comptes financiers des sociétés ont été corrigés par l'OFCE à partir de 1993 : à la suite de la prise en compte de l'extension des emplois à temps partiel, la progression de la masse salariale a été révisée à la baisse

Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

L'accentuation du restockage, combinée à la reprise de l'investissement, devrait dorénavant entraîner un repli de la capacité de financement des sociétés, ouvrant la voie à l'élimination progressive de ce solde atypique du compte de capital. Encore ce retour à la « normale » dépend-il des perspectives, incertaines, de taux d'intérêt ; leur élévation durable pourrait à nouveau détourner l'épargne des dépenses réelles, conduisant les entreprises à demeurer prêteuses au sein du système financier.

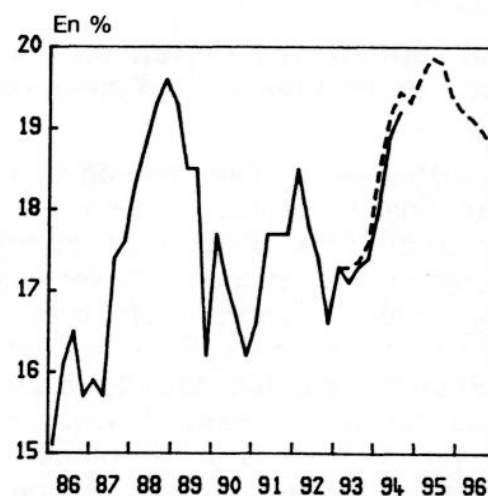
**40a. Taux de marge des sociétés <sup>(1)</sup>**



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

Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

**b. Taux d'épargne des sociétés <sup>(1)</sup>**



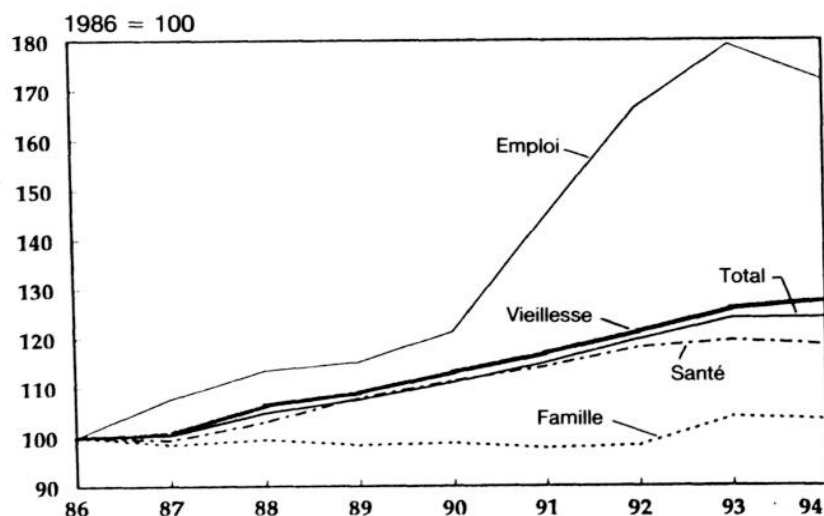
(1) Epargne brute rapportée à la valeur ajoutée

## Les prestations sociales ont connu un ralentissement

Du premier trimestre 1988 au troisième trimestre 1993, les prestations sociales ont connu une progression soutenue, de 3,3 % en moyenne en termes réels. Cette croissance s'est ralentie depuis le dernier trimestre 1993 à 2,6 % en rythme moyen annualisé aux deuxième et troisième trimestres 1994.

La plupart des composantes des prestations sociales ont connu ce ralentissement, que ce soit selon la nature des prestations (les prestations liées à un régime d'assurance sociale, les prestations directes d'employeur, les autres prestations) ou selon l'organisme contributeur (administration ou assurance) à l'exception des prestations directes versées par les entreprises, gonflées par les versements destinés à assurer l'équilibre des régimes de retraite « maison ». Les évolutions observées pour les régimes d'assurance sociale ont été les plus marquées, la forte baisse des versements de la part des mutuelles ne portant que sur un montant relativement faible de prestations.

Les différents éléments du système d'assurance sociale ont été progressivement modifiés au cours des dernières années (graphique 41).



41. Pouvoir d'achat des prestations sociales <sup>(1)</sup>

(1) L'année 1994 correspond au premier semestre annualisé

Sources : INSEE, calculs OFCE.

## La réforme du système retraite reste incomplète

Le système des retraites a évolué en 1993 puis en 1994. Ces changements, qui ont touché la CNAV, l'ARRCO et l'AGIRC <sup>(11)</sup> ont été destinés à permettre le versement des retraites durant la première décennie du vingt

(11) CNAV : Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse : c'est la caisse de retraite du régime général, celle qui verse la plus grande part des prestations servies par le système de Sécurité sociale.

ARRCO : Association des Régimes de Retraite Complémentaire : elle verse la plus grande partie des retraites complémentaires des salariés non cadres du secteur privé.

AGIRC : Association Générale des Institutions de Retraite des Cadres : elle verse la plus grande partie des retraites complémentaires des salariés cadres du secteur privé.

et unième siècle en évitant de ponctionner trop lourdement les salaires des actifs durant cette période<sup>(12)</sup>. Elles ne devraient avoir que peu d'influence sur l'évolution des prestations à court terme, qui serait plus sensible aux taux des revalorisations des pensions.

D'autres régimes, qui versent une part importante des prestations vieillesse, n'ont pas été réformés, notamment les caisses des agents de l'Etat et des collectivités locales, qui permettent à leurs affiliés, après 37,5 années de service, de percevoir 75 % de la rémunération brute mensuelle reçue au cours des six derniers mois. Par ailleurs, la seconde<sup>(13)</sup> verse, au titre de la compensation entre régimes spéciaux, plus de la moitié de ses prestations à d'autres caisses de retraite, ce qui compromet son équilibre financier avant la fin 1995. Afin de résorber le déficit, le gouvernement avait décidé une hausse de 3,8 points du taux de cotisation employeur pour cette caisse. Cette décision, prise après le bouclage de la plupart des budgets des collectivités locales a rencontré une vive opposition (l'effort financier supplémentaire représente 2 points d'impôts locaux) de la part des responsables locaux et devrait être reportée après les échéances électorales. Cependant, un accord définira un partage des charges entre les collectivités locales et l'Etat (dans le cas d'une diminution de la compensation entre régimes spéciaux, l'Etat se verra dans l'obligation d'assurer l'équilibre financier de ces derniers), ce qui serait neutre du point de vue du déficit budgétaire de l'ensemble des administrations.

En 1995 et 1996, les prestations vieillesse devraient continuer à progresser régulièrement, avec une accélération momentanée à chaque revalorisation : celle de 1,2 %, observée au premier janvier 1995, devrait grever de 3,6 milliards de francs le budget de la CNAV en 1995. Par la suite, la légère accélération des prix pourrait peut-être entraîner un rapprochement des dates de revalorisation des retraites (janvier puis juillet 1995, janvier puis juillet 1996). En ce qui concerne les recettes, le taux de cotisation resterait stable, à l'exception éventuellement de l'employeur Administration.

### **Les prestations familiales progresseraient du fait de la loi relative à la famille et du triplement de l'allocation de rentrée scolaire**

L'évolution des prestations familiales a été régulière au cours du temps, exception faite du triplement de l'allocation de rentrée scolaire en 1994. Cette année, la loi relative à la famille de juillet 1994 devrait amener une hausse des prestations de 3 milliards de francs selon la Cour des Comptes. Le renouvellement du triplement de l'allocation de rentrée scolaire (financé par l'Etat) reconduirait une dépense de 6,3 milliards de francs en 1995. Les ressources du régime seront affectées par l'évolution

---

(12) Voir Gérard Cornilleau et Henri Sterdyniak, « Les retraites en France : des réformes sans plan d'ensemble », *Lettre de l'OFCE*, n° 126, mars 1994.

(13) CNRACL : Caisse Nationale de Retraite des Agents des Collectivités Locales.



de l'assiette de la CSG et par les exonérations accordées ces dernières années. L'abattement sur les bas salaires devrait être entièrement compensé par l'Etat. Par ailleurs, 6,1 milliards de francs sont budgétisés en 1995 pour financer les exonérations de cotisation sur les contrats d'apprentissage et de qualification. Cependant, d'autres exonérations ne sont pas prises en charge : les Contrats Emploi-Solidarité, tout comme les personnes à temps partiel (loi de décembre 1992). Si la première catégorie n'a pas d'incidence sur le budget d'ensemble des administrations, la deuxième devrait entraîner, pour 1995, un manque à gagner de 2,2 milliards de francs. Mais les cotisations supplémentaires versées par les salariés à temps partiel le compenseraient un peu.

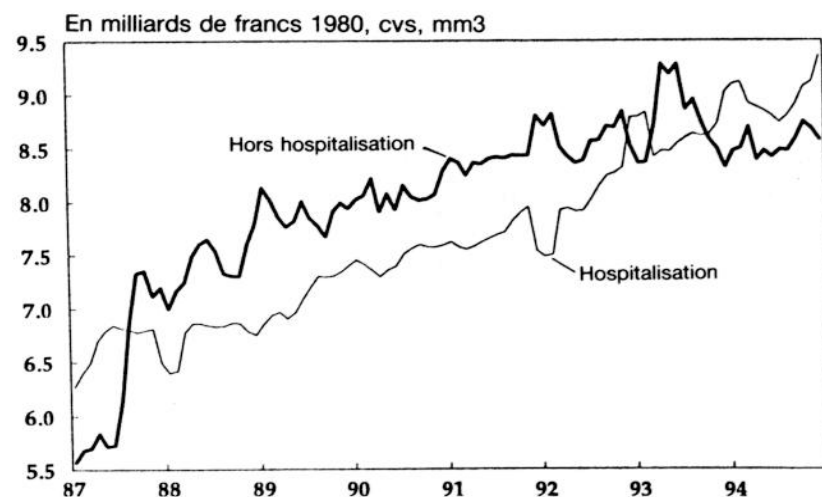
### Les prestations maladies ont nettement décéléré

La Caisse Nationale d'Assurance Maladie a bénéficié, d'une part, de conditions favorables et, d'autre part, de réformes dont il reste à déterminer si leurs effets sur les dépenses seront durables (graphique 42). En ce qui concerne le premier point, l'année 1994 a été marquée par l'absence d'épidémie et une réduction des versements au titre des indemnités journalières de moins de trois mois. En ce qui concerne le second point, différentes mesures ont été mises en œuvre depuis l'automne 1993 :

— 1<sup>er</sup> août 1993 : modification des taux de remboursement : baisse de 5 % du taux et progression du forfait hospitalier de 50 à 55 francs ;

— mise en place de l'ordonnancier bi-zone qui aurait permis d'économiser 500 millions de francs entre octobre 1993 et mars 1994 sur les médicaments remboursés à 100 % ;

— application de l'Objectif Quantifié National (OQN) des médecins libéraux, des masseurs kinésithérapeutes libéraux et des médicaments à partir du début 1994 : tout dépassement — ou sous-consommation — lors d'un semestre donne lieu à un ajustement à la baisse — ou à la hausse — des tarifs lors du même semestre de l'année suivante ;



42. Prestations de la Caisse Nationale d'Assurance Maladie

Sources : CNAM, calculs OFCE.

— publication, à partir de mars 1994, des références médicales opposables, qui indiquent pour un certain nombre de pathologies des traitements inutiles. C'est la partie la plus contraignante du dispositif pour les médecins libéraux.

La fixation des OQN a eu un impact plus ou moins fort selon les secteurs auxquels elle s'est appliquée : inefficace dans la maîtrise des dépenses d'hospitalisation privée, elle paraît avoir favorisé la décreue des remboursements d'analyses biologiques en 1994. En ce qui concerne les prestations d'honoraires médicaux, leur ralentissement a amené les médecins à réclamer un objectif supérieur à celui initialement prévu par le gouvernement (3 % contre 2,3 %) et pourrait les conduire à réclamer une deuxième hausse du prix de la consultation (après celle de mars) en 1995. De façon plus générale, l'ensemble des professions concernées par les OQN devrait tirer parti des économies réalisées pour obtenir régulièrement des hausses de tarif, réduisant ainsi pour le budget de l'assurance maladie les effets des économies précédemment réalisées.

Enfin, malgré la mise en place en 1993 d'un plan de maîtrise des dépenses dans ce secteur, le coût de l'hospitalisation publique (49 % des dépenses totales) n'a jamais été ralenti, hypothéquant les réformes effectuées par ailleurs. Pour 1995, la perspective d'une hausse du taux de cotisation employeur pour la Caisse Nationale de Retraite des Agents des Collectivités Locales limiterait la décélération des transferts aux hôpitaux du secteur public. Cela ne modifie pas le rythme de versement des prestations sociales tel que l'enregistre la comptabilité nationale, qui ne prend pas en compte les transferts entre administrations publiques.

Le fort ralentissement des dépenses de maladie observé en 1994 semble difficilement reproductible en 1995. Cependant, les différentes mesures prises devraient permettre de revenir à un rythme de croissance des prestations maladie inférieur à celui observé en 1993 en moyenne annuelle (tableau 4).

#### 4. Evolution des prestations sociales par risque, en francs courants

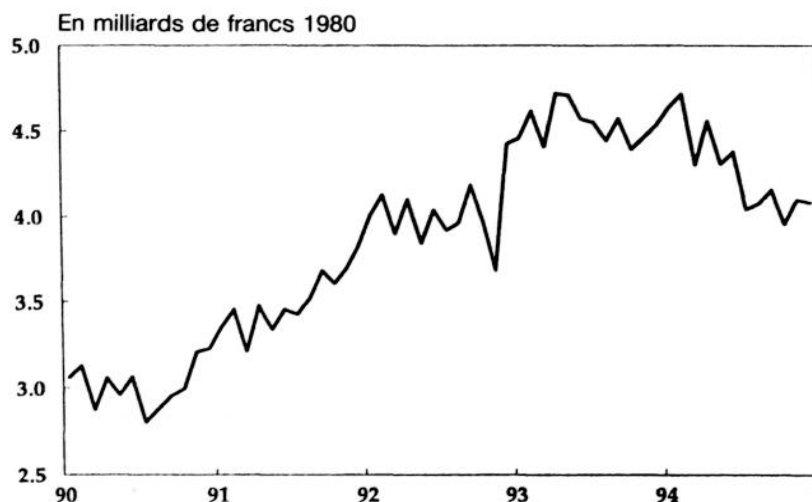
En %

Risque couvert	1993		1994		1995		1996	
	Glissement	Moyenne	Glissement	Moyenne	Glissement	Moyenne	Glissement	Moyenne
Santé	2,7	4,8	0,4	0,9	3,9	2,3	3,4	3,5
Vieillesse	4,9	6,7	3,3	3,7	5,5	4,5	5,9	5,8
Famille	6,7	8,5	3,2	4,7	5,3	2,2	7,1	5,0
Emploi	8,0	11,1	- 0,7	0,1	2,3	1,6	2,2	2,3
<b>Total</b>	<b>4,8</b>	<b>6,5</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

## Les prestations chômage ont fortement décru

La progression la plus forte des prestations sociales de 1990 à 1993 a concerné celles qui couvrent le risque de la perte d'emploi (graphique 43). Deux mesures ont eu un impact significatif sur l'évolution des prestations d'assurance chômage, en dehors de l'amélioration du marché du travail : en août 1992, l'établissement du système d'Allocation Unique Dégressive puis en août 1993, la réduction de la durée d'indemnisation à taux plein de 3 à 1 mois. Le taux de couverture du régime (rapport du nombre des chômeurs indemnisés au titre de l'assurance chômage, à l'ensemble des demandeurs d'emploi des catégories 1, 2 et 3 et dispensés de recherche) a ainsi sensiblement baissé de 55,8 % en moyenne sur 1993 à 51,4 % sur 1994. De septembre 1993 à décembre 1994, le pouvoir d'achat de la prestation journalière moyenne a baissé de 5,2 % malgré une revalorisation de 2,1 % des prestations au premier juillet 1994. Par ailleurs, les ressources des ASSEDIC ont été augmentées. Les taux de cotisation employeur et salarié ont été relevés au 1er janvier 1994 (0,8 point pour la partie du salaire inférieure au plafond de sécurité sociale, 0,9 point pour celle comprise entre une fois et quatre fois ce plafond). L'Etat est intervenu en reprenant une partie de la dette du régime et en prévoyant un versement annuel qui aiderait à atteindre l'équilibre des comptes par la suite. Aussi en 1994, le régime a-t-il dégagé un excédent d'exploitation de 8,7 milliards de francs, la dette de celui-ci étant de 24,9 milliards de francs. En 1995, le régime prévoit un excédent d'exploitation de 16,9 milliards de francs, qui permettrait de réduire la dette de l'UNEDIC à 8 milliards de francs.



43. Prestations d'assurance chômage

Sources : UNEDIC, calculs OFCE.

Cette évolution traduit une plus grande intervention directe de l'Etat dans le traitement des conséquences sociales du chômage, puisqu'un tiers des allocataires en fin de droit reçoit ensuite l'Allocation de Solidarité Spécifique (ASS) et un tiers le RMI, dont les droits sont inférieurs à ceux versés par les ASSEDIC.

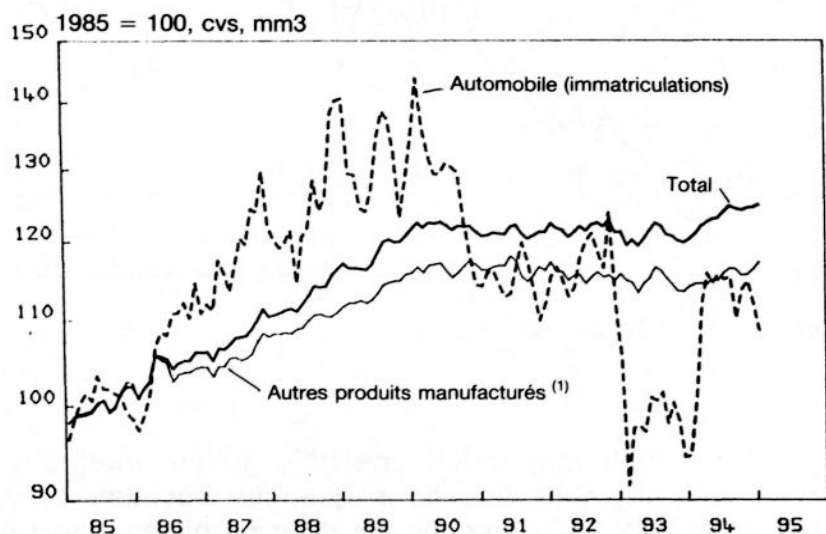
En 1995 et 1996, les prestations évolueraient à un rythme très inférieur à celui observé en 1993, mais supérieur à celui de 1994 : la reprise des créations d'emplois allégerait les charges, tandis que l'impact restrictif immédiat des réformes d'août 1993 (sur le nombre de bénéficiaires et le montant des allocations) ne jouerait plus en tendance (tableau 4).

### La consommation des ménages redeviendra un élément dynamique de la croissance

En 1994, les ménages ont confirmé le mouvement de reprise de la consommation qui se dessinait déjà en 1993. Ils ont été amenés à baisser leur taux d'épargne de 14 % à 12,7 % afin de compenser le ralentissement de la croissance de leur revenu : celui-ci n'a progressé en termes réels que de 0,8 % en 1993 puis de 0,2 % en 1994, après une croissance de 1,4 % en 1992. En 1995 comme en 1996, l'amélioration des perspectives sur le marché de l'emploi devrait favoriser la poursuite de la baisse du taux d'épargne, tandis que le raffermissement de l'activité économique permettrait la progression du revenu disponible brut des ménages.

Depuis le deuxième trimestre 1994, la consommation a été tirée par les achats d'automobiles. La prime « Balladur » et les rabais supplémentaires proposés par les constructeurs ont concerné 441 000 véhicules en 1994. Après avoir retiré les 180 000 voitures neuves achetées chaque année par des clients qui revendaient leur véhicule de plus de dix ans, on peut évaluer l'effet net des mesures à 160 000 ventes, soit la progression du marché en 1994. Cette mesure n'a pas entraîné une baisse des achats d'autres biens durables, et la consommation totale a progressé au cours de l'année 1994 (graphique 44).

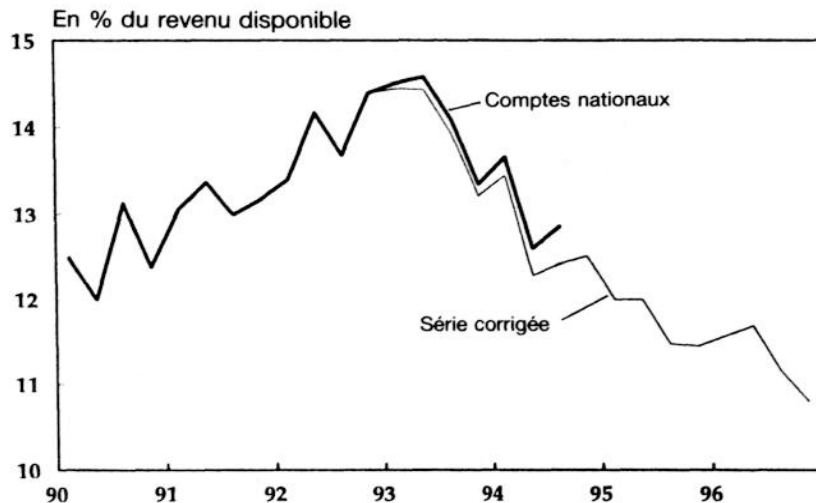
#### 44. Consommation des ménages en produits manufacturés



(1) Total hors automobiles (neuves et pièces détachées), pneumatiques et pharmacie

Sources : INSEE, CCFA, calculs OFCE.

Le retour d'un climat de confiance plus favorable, en liaison avec l'amélioration de la situation du marché de l'emploi, permettrait la poursuite du mouvement de baisse du taux d'épargne des ménages qui serait inférieur à 11 % au dernier trimestre 96 (graphique 45). Cette baisse du taux d'épargne et une croissance plus vigoureuse du revenu disponible brut amèneraient une accélération de la consommation en 1995 puis une stabilisation de sa progression en 1996.



45. Taux d'épargne des ménages <sup>(1)</sup>

(1) Le taux d'épargne des ménages a été corrigé par l'OFCE à partir de 1993 : à la suite de la prise en compte de l'extension des emplois à temps partiel, la progression de la masse salariale a été révisée à la baisse

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

### **Le revenu disponible brut progressera grâce à l'accroissement de l'EBE des entrepreneurs individuels...**

Le revenu disponible brut réel des ménages verrait sa croissance s'accélérer jusqu'au début de 1996 et sa moyenne annuelle s'accroître (tableau 5). Deux postes seraient à l'origine de l'essentiel de son redressement : l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels et les salaires. La dernière enquête quadrimestrielle auprès des ménages (réalisée en novembre 1994) montre une amélioration très nette du solde des réponses sur la situation financière, pour les travailleurs indépendants (commerçants et artisans) et plus légère en ce qui concerne les agriculteurs. Les perspectives d'activité des commerçants de détail se sont aussi améliorées. Dans cette phase du cycle, l'activité des entrepreneurs individuels pourrait donc connaître une accélération jusqu'à la mi-1996. Par la suite, elle ralentirait tout en restant à un niveau élevé (graphique 46).

### 5. Croissance du revenu réel des ménages

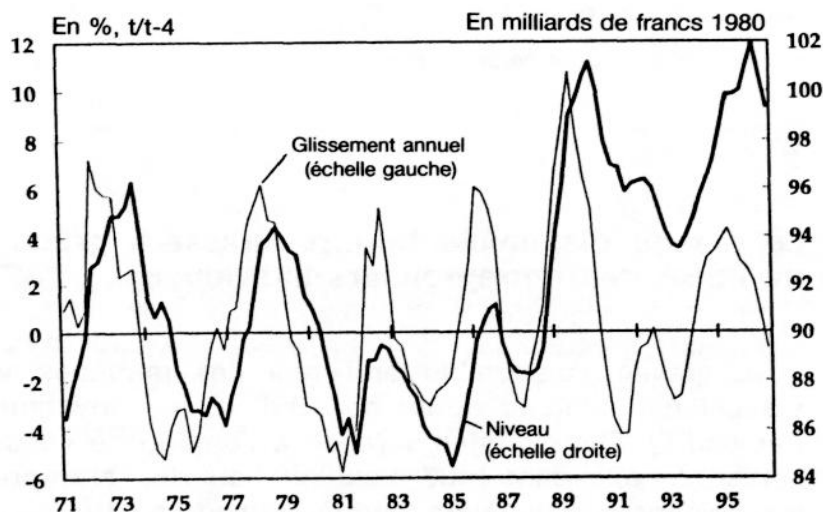
En %

	1994	1995	1996
Excédent brut d'exploitation	2,9	2,6	1,5
Salaires nets *	0,1	2,1	2,6
dont :			
Salaires bruts *	1,0	2,3	2,5
Cotisations	2,5	2,2	2,6
Prestations sociales	1,3	1,5	2,9
Revenus de la propriété et de l'entreprise (nets)	-10,1	1,4	12,8
Impôts sur le revenu et le patrimoine	4,8	6,2	6,9
<b>Somme des prélèvements sociaux et fiscaux</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>
<b>Revenu disponible réel *</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>
Prix à la consommation (moyenne)	1,7	2,0	1,9
Prix hors tabac	1,4	1,5	1,7

\* La masse salariale est corrigée du biais induit par l'emploi à temps partiel : c'est le produit du salaire individuel moyen par l'effectif « équivalent temps plein ».

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

### 46. Pouvoir d'achat de l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

### ... et à l'augmentation de la masse salariale

La masse salariale connaîtrait aussi un net redressement dès 1995, dû essentiellement à la progression des effectifs. Les hausses de salaire dans le secteur des services sont modérées (pour l'accord de branche dans le secteur bancaire, les employeurs n'ont convenu que d'une

hausse de 0,6 % du point bancaire au premier juillet 1995). Cependant dans le secteur manufacturier, les syndicats de salariés, lors des négociations salariales concernant l'année 1995, n'acceptent plus de réduction du pouvoir d'achat en échange de la sauvegarde des emplois. La nette amélioration des résultats 1994 publiés par les entreprises et la bonne situation financière de ces dernières, permettent aux employeurs d'accorder des augmentations plus importantes, en favorisant les mesures individuelles et les bas salaires.

Les primes devraient donc à nouveau croître en 1995, après deux années de réduction. Le pouvoir d'achat du taux de salaire horaire des ouvriers (hors prime) croîtrait de 0,2 % environ par trimestre. En 1996, ce rythme serait de 0,3 % à partir du deuxième trimestre 1996. A l'horizon de la prévision, le taux de salaire horaire progresserait en moyenne plus lentement qu'en 1992. Le salaire brut individuel moyen réel accélérerait jusqu'à la fin 1995 (son accroissement serait de 1 % en moyenne annuelle). Il augmenterait moins rapidement en 1996, avec une moyenne trimestrielle de 0,3 % environ. Les salaires nets progresseraient au même rythme que les salaires bruts : les déficits sociaux seraient comblés en partie par une augmentation de la fiscalité, sans recours à des hausses supplémentaires du taux de cotisation.

L'amélioration du marché de l'emploi permettrait une augmentation des effectifs de 1,9 % en 1995 et en 1996, en moyenne annuelle. Cependant, une part grandissante des emplois créés sont à temps partiel. Ce phénomène n'est qu'imparfaitement pris en compte par la comptabilité nationale, selon laquelle la durée du travail serait stable. Aussi, la comptabilité nationale surestimerait-elle la masse salariale, qui est obtenue par le produit des salaires individuels et des effectifs. Afin de corriger ce biais, nous avons déterminé un effectif « équivalent temps plein », qui progresserait de 1,5 % en 1995 puis de 1,4 % en 1996 en moyenne annuelle, après une réduction de 0,3 % en 1994 (les effectifs des secteurs marchands non agricoles selon les comptes nationaux ont progressé de 0,1 % en 1994). En considérant que la surestimation du revenu disponible (via l'erreur sur la masse salariale) commence au premier trimestre 1993, le taux d'épargne, au troisième trimestre 1994, serait inférieur de 0,5 point à celui donné par la comptabilité nationale.

### **La pression fiscale s'alourdirait**

Afin de se rapprocher des objectifs de Maastricht, l'Etat chercherait à réduire les déficits sociaux par le ralentissement des dépenses et par la hausse de la fiscalité. Il ne modifierait pas l'assiette de l'impôt sur le revenu, mais augmenterait à deux reprises le taux de CSG : de 1 point au premier juillet 1995, puis de 0,5 point au premier juillet 1996, augmentant ses recettes de 20 milliards de francs en 1995 et de 50 milliards de francs en 1996. La pression fiscale (montant de l'impôt sur le revenu et le patrimoine ramené au revenu disponible brut avant impôt) passerait ainsi de 10,7 % au troisième trimestre 1994 à 11,8 % au dernier trimestre

1996. Par ailleurs, nous avons pris comme hypothèse que l'Etat relèverait le taux de taxe sur le tabac après les élections puis au deuxième trimestre 1996, ainsi que le taux de Taxe Intérieure sur les Produits Pétroliers (TIPP). La deuxième mesure permettrait une rentrée de 4 milliards de francs en 1995 à partir du premier juillet, puis de 12 milliards de francs en 1996 (en datant la seconde hausse au premier juillet 1996).

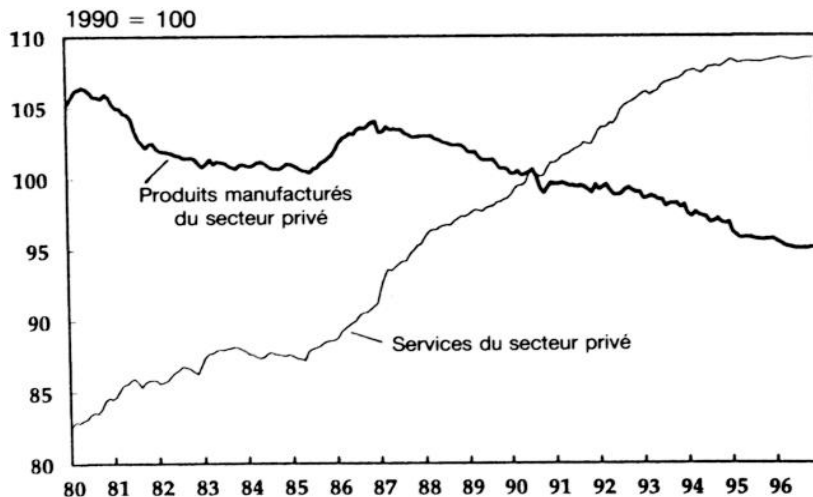
### **La reprise du logement s'essouffle**

La légère reprise de l'investissement en logements, observée en 1994, s'essoufflerait pour deux raisons. Tout d'abord, la hausse des taux d'intérêt proposés par les banques décourage les ménages d'accéder à la propriété au moment où leurs perspectives de revenu s'améliorent modérément. Ensuite, la morosité du marché de l'immobilier ne permet d'envisager des plus-values sur ce type de patrimoine au mieux qu'à moyen terme : l'enquête auprès de promoteurs immobiliers montre un infléchissement de l'évolution attendue pour les prix du logement. En ce qui concerne la politique du logement, celle-ci pourrait être un peu plus dynamique que celle proposée dans le budget 1995. Dans un premier temps, l'enveloppe pour les Prêts d'Accession à la Propriété (PAP) avait été réduite de 55 % par rapport à 1994 (21 500 logements contre 50 000 en 1994). Ce poste budgétaire (1,8 milliards de francs) s'est vu accorder une rallonge d'environ 800 millions de francs par la suite, soit l'équivalent de 10 000 logements, ce qui permet de maintenir au premier semestre 1995 le rythme moyen de l'année dernière. Cependant, il faudrait des mesures plus spectaculaires pour relancer l'investissement en logements. Les propositions, issues des programmes présidentiels, qui visent à réduire les droits de mutation sur les logements anciens accroîtraient la mobilité de ce segment du marché, préalable à la réanimation du logement neuf.

### **L'inflation restera contenue**

La croissance des prix à la consommation s'accélérait, tout en restant modérée, passant de 1,7 % en moyenne annuelle en 1994 à 2,0 % en 1995 et 1,9 % en 1996. La hausse du prix du pétrole sur les marchés internationaux nourrirait une accélération du prix domestique de l'énergie, déjà favorisée par une hausse de la TIPP : le prix de l'énergie progresserait de 2,1 % en 1995, puis de 3,5 % en 1996, en moyenne annuelle. Les prix des produits manufacturés du secteur privé augmenteraient un peu plus qu'en 1994 du fait du ralentissement des gains de productivité et de la hausse du prix des matières premières. Cependant, les prix des services du secteur privé, qui ont constitué la principale source d'inflation en 1994 (leur contribution s'élève à 0,5 point dans la progression en glissement de l'indice total de 1,6 %), devraient moins augmenter, tout en conservant un rythme plus rapide que celui de l'ensemble des prix. Les prix relatifs des produits manufacturés poursuivront leur tendance baissière de long terme, mais moins nettement en 1996 (graphique 47).





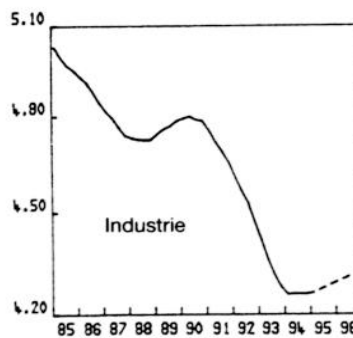
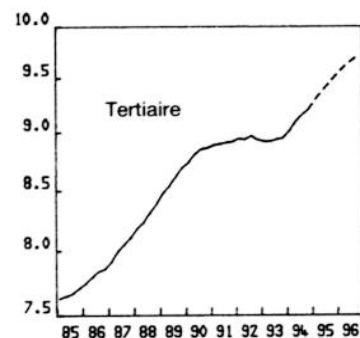
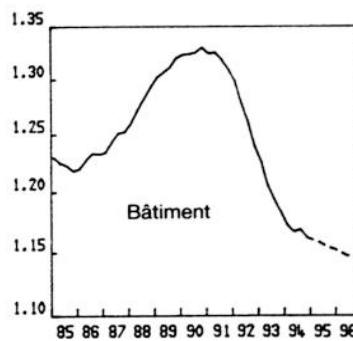
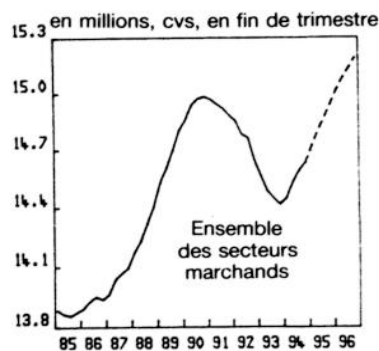
47. Prix relatifs <sup>(1)</sup>

(1) Indice de prix du poste rapporté à l'indice total

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

### Le développement du travail à temps partiel dans le tertiaire a dopé l'emploi en 1994

La mesure de la forte reprise de l'emploi dans les secteurs marchands non agricoles en 1994 n'est plus sujette à débat. Désormais, les sources Ministère du travail <sup>(14)</sup> et UNEDIC convergent dans leurs évaluations : les effectifs auraient progressé de 1,5 % en 1994, soit 220 000 créations, après des pertes cumulées de 570 000 emplois de 1991 à 1993. L'industrie et le bâtiment ont encore perdu 20 000 emplois chacun. Les créations proviennent exclusivement du secteur tertiaire : à l'origine de 260 000 emplois supplémentaires, il a progressé de 2,9 % contre une quasi-stabilisation l'année précédente (graphique 48).



48. Emploi salarié

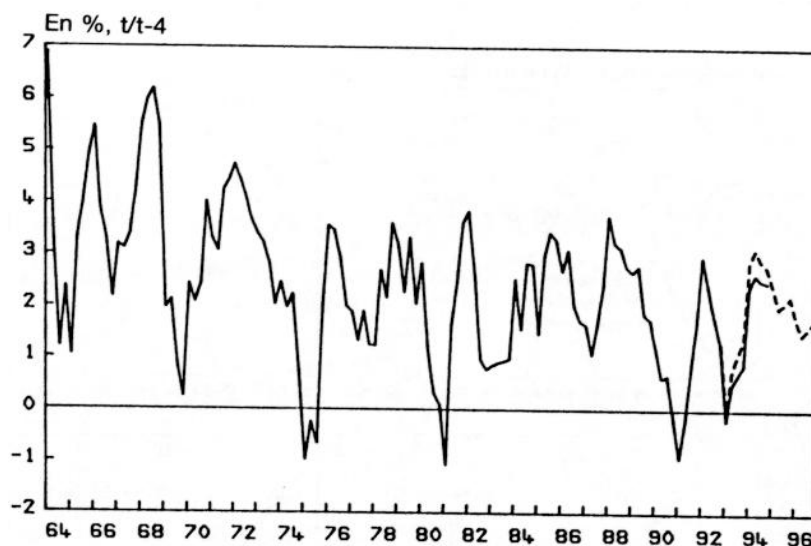
Sources : INSEE, prévisions OFCE.

(14) Enquête sur l'activité et les conditions d'emploi de la main-d'œuvre (ACEMO).

Ces données étant encore très provisoires, il serait probablement hâtif de conclure à un raccourcissement des délais d'ajustement de l'emploi à l'activité. L'analyse conjointe des cycles de l'emploi et de l'activité a montré en outre que des variations brutales du PIB, notamment lors des chocs pétroliers, pouvaient entraîner des retournements immédiats de l'emploi, ce qui ne peut s'observer lors de fluctuations plus amorties <sup>(15)</sup>. L'analyse des tendances sous-jacentes reste, par ailleurs, obscurcie par le développement intense des emplois à temps partiel (ETP) dans le secteur tertiaire ; stable à un peu plus de 15 % de 1986 à 1991 selon les enquêtes emploi de mars, la part du travail à temps partiel dans l'emploi tertiaire s'est élevée de plus de trois points entre 1991 et 1994 (pour atteindre 18,6 %), grâce notamment à l'abattement de charges patronales institué en septembre 1992 pour ce type d'emplois.

Il en a résulté un amortissement du tassement de l'emploi tertiaire durant la phase de récession, puis sans doute une amplification de la reprise des créations en 1994 <sup>(16)</sup>. En supposant une élévation de la part des ETP de 1,4 point entre mars 1994 et mars 1995 (contre 1,1 l'année précédente), le nombre des ETP aurait crû de 170 000 en 1994, contre 90 000 pour l'emploi à temps plein. Converties en équivalent plein temps, ces 170 000 créations correspondraient à 95 000 emplois <sup>(17)</sup>. Le secteur tertiaire aurait donc créé 185 000 emplois à plein temps, soit une progression de 2,3 %. Cette correction ramène l'évolution des effectifs tous secteurs à 1,1 % en 1994 (150 000 emplois). L'évolution de la productivité dans les secteurs marchands y regagne une allure plus conforme à celle d'une phase de reprise de l'activité (graphique 49).

49. Productivité dans les secteurs marchands non agricoles <sup>(1)</sup>



(1) Production par tête

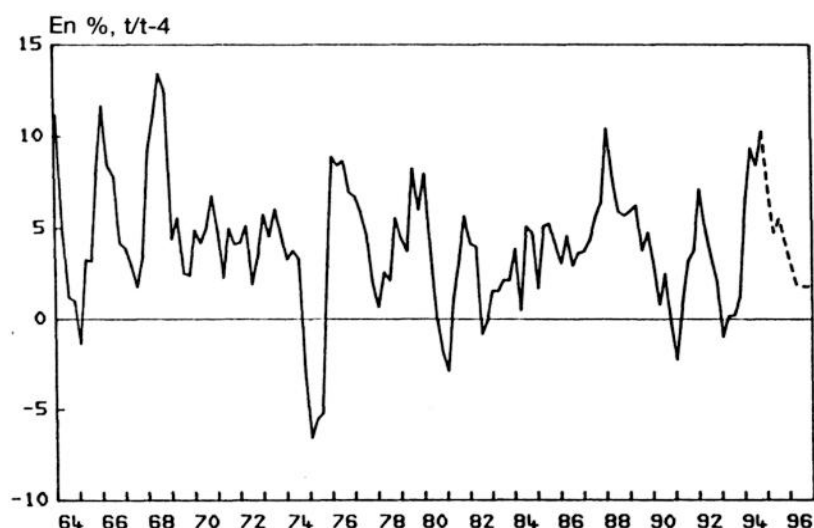
Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

(15) Voir « Un horizon conjoncturel dégagé », *Revue de l'OFCE, Observations et diagnostics économiques*, n° 51, octobre 1994, pp. 68 et 69.

(16) Cette conjecture est bien entendu subordonnée à la prolongation des tendances passées en 1994.

(17) La durée moyenne du travail à temps partiel est légèrement supérieure à un mi-temps.

A partir du deuxième trimestre 1994, les effectifs industriels se sont stabilisés. On peut même admettre que le secteur est redevenu créateur d'emplois si l'on tient compte des intérimaires utilisés par l'industrie, qui restent comptabilisés dans le tertiaire. Au vu des évolutions de la productivité apparente dans l'industrie, il ne semble pas que les délais d'ajustement de l'emploi s'y soient modifiés ; la forte poussée d'activité l'année dernière a porté la productivité apparente 10 % au dessus de son niveau de la fin 1993, selon un profil comparable à celui de 1988 (graphique 50). Comme à l'accoutumée dans cette phase cyclique, les entreprises ont élevé la durée du travail, en réduisant le chômage partiel et en recourant aux heures supplémentaires, ont recruté des intérimaires et ont utilisé plus intensément la main-d'œuvre en place. Le bâtiment, quant à lui, a continué à supprimer des emplois, à un rythme considérablement moindre toutefois que les deux années précédentes, la reprise de l'activité n'ayant pas été suffisante pour conduire par elle-même à des gains de productivité.



50. Productivité dans l'industrie manufacturière <sup>(1)</sup>

(1) PIB par tête

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

### Les créations d'emplois se poursuivront à un rythme soutenu...

L'industrie, après les gains substantiels de productivité enregistrés l'année dernière, devrait renouer avec les créations d'emplois : 65 000 emplois supplémentaires d'ici à la fin 1996. Les progrès de la productivité ralentiront nettement, du fait de la reprise des embauches et de la consolidation des emplois intérimaires existants : + 4 % entre la fin 1994 et la fin 1995, et + 1,8 % fin 1996. Dans le secteur du bâtiment le peu de vigueur de l'activité devrait y prolonger les suppressions d'emplois. Des reculs de 0,8 % chaque année (- 20 000 emplois d'ici à 1996), marqueront néanmoins une relative amélioration de la situation après les compressions de ces trois dernières années.

L'essentiel des créations proviendra à nouveau du secteur tertiaire. Toutes catégories confondues, 290 000 emplois y seraient créés en 1995, 220 000 en 1996. L'ampleur des créations proviendra de l'extension toujours soutenue du travail à temps partiel, qui serait à l'origine de 80 000 emplois supplémentaires chaque année par rapport aux tendances sous-jacentes. Les autres secteurs contribueront peu à l'animation du marché du travail (+ 35 000 emplois d'ici à la fin 1996) ; le recul des non-salariés devrait se poursuivre et seuls les services non-marchands seraient un peu créateurs d'emplois.

La politique de traitement social du chômage a globalement été maintenue en 1994 : elle dégage un solde très légèrement positif (+ 5 000), le recul des stages, évalué à 45 000, ayant été compensé par la poursuite de l'élévation des effectifs en contrats emplois-solidarité (+ 50 000). Il est vraisemblable que le traitement social sera neutre en 1995 ; si un effort accru est attendu durant la période préélectorale, un relâchement est probable après les élections, comme l'expérience passée en ce domaine l'a montré.

### ... mais auront peu d'effet sur le chômage

Malgré l'ampleur des créations d'emplois en 1994, le chômage n'a pas baissé sur l'ensemble de l'année. Les 220 000 emplois supplémentaires ont juste enrayé sa progression : 30 000 demandeurs de plus contre 310 000 en 1993 (tableau 6). La réactivation du marché du travail

#### 6. Emploi et chômage en fin d'année

	Niveau fin 1993	Variation 1994		Variation 1995		Variation 1996	
		%	Milliers	%	Milliers	%	Milliers
<b>Effectifs</b>							
Secteurs marchands non agricoles, dont :	14 415	1,5	220	2,1	310	1,6	245
- Industrie	4 280	- 0,5	- 20	0,7	30	0,8	35
- Bâtiment	1 185	- 1,7	- 20	- 0,9	- 10	- 0,9	- 10
- Tertiaire	8 950	2,9	260	3,1	290	2,3	220
Autres secteurs <sup>(1)</sup>	7 130	0	0	0,1	10	0,4	25
<b>Emploi total</b>	<b>21 545</b>	<b>1,0</b>	<b>220</b>	<b>1,5</b>	<b>320</b>	<b>1,2</b>	<b>270</b>
<b>Population active</b>							
- potentielle <sup>(2)</sup>	25 160	—	150 - 180	—	110 - 160	—	110 - 160
- prévue	—	—	250 <sup>(3)</sup>	—	270	—	240
<b>Politique de l'emploi</b>		—	5	—	0	—	0
<b>Chômage</b>		Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation
- milliers	3 302	3 329	27	3 280	- 50	3 250	- 30
- taux de chômage (sens B.I.T., %)	12,4	12,4	—	12,1	—	11,8	—

(1) Hors contrats emploi-solidarité

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

(3) Population active constatée

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

explique cette résistance. Les retraits de population active s'étaient fortement accélérés durant la phase de montée du chômage, et en avaient donc freiné la progression, certaines personnes se trouvant évincées du marché ou découragées de s'y présenter. La reprise a suscité un mouvement inverse et la population active a crû beaucoup plus rapidement que son rythme tendanciel.

Cette flexion conjoncturelle des taux d'activité pèsera sur l'évolution du chômage en 1995 et 1996 (voir encadré 5). Selon nos estimations, il y aurait en 1995 et 1996 un chômeur de moins pour deux emplois créés dans le tertiaire. Le développement du travail à temps partiel suscitera vraisemblablement des demandes d'emplois supplémentaires de la part de personnes qui autrement ne se seraient pas présentées sur le marché. Au total le chômage ne baissera que légèrement, d'environ 80 000 personnes sur l'horizon de la prévision, à l'image des années 1988 et 1989.

## **5. La flexion conjoncturelle des taux d'activité**

L'évolution du chômage résulte de la confrontation des arrivées de population active sur le marché du travail et de la variation de l'emploi. Deux facteurs déterminent la progression de la population active : un facteur tendanciel ou structurel, et un facteur conjoncturel.

Structurellement, les tendances démographiques déterminent la population en âge de travailler ; le passage à la population active s'effectue en appliquant à cette population en âge de travailler des taux d'activité par tranche d'âge et par sexe. L'évolution attendue de la population active tendancielle, sur un horizon donné, est alors obtenue en projetant ces taux d'activité selon des hypothèses émises sur les comportements socio-économiques de la population : abaissement de l'âge de la retraite, développement du travail féminin, prolongation de la scolarité etc.

Les évolutions de la population active sont aussi affectées par des fluctuations conjoncturelles, car les taux d'activité dépendent étroitement de l'évolution du chômage lui-même : quand le chômage augmente ou diminue, certaines catégories de population se trouvent découragées ou encouragées de se présenter sur le marché du travail. La flexion conjoncturelle des taux d'activité fait que la progression de la population active tombe en dessous de son potentiel quand l'état du marché du travail se dégrade, limitant ainsi la hausse du chômage, et au contraire s'accélère au dessus du rythme tendanciel quand la situation s'améliore.

Pour mesurer l'effet de la flexion des taux d'activité sur le chômage, on a relié l'évolution trimestrielle des demandeurs d'emploi (dCHO) à celle de la population active tendancielle (dPOP), de l'emploi marchand dans le secteur secondaire (dSEC), industrie et BTP, de l'emploi des autres secteurs (dAUT), et des diverses mesures de traitement social du chômage. Pour ce dernier point, on a considéré les effectifs en stage (dSTA), stages de formation et emplois aidés du secteur non marchand (anciens travaux d'utilité collective, contrats emploi-solidarité actuels) ainsi que les prétraitements et les dispenses de recherche d'emploi (dPRE). En revanche, les emplois aidés du secteur marchand n'ont pas été isolés de l'emploi.

L'estimation économétrique fournit les résultats suivants pour la période 1983-1993 :

$$dCHO = 0,68 dPOP - 0,74 dSEC - 0,5 dAUT - 0,56 dSTA - dPRE$$

(2,8)                      (- 3,1)                      (- 2,4)                      (- 4,9)                      (-)

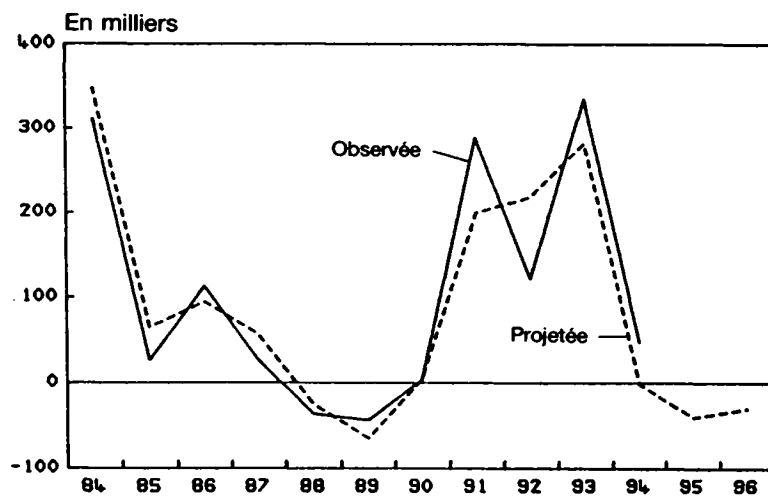
Méthode : Cochrane - Orcutt AR1,  $\rho = 0,49$  (3,3)

$R^2 = 0,85$

SEE = 15,9

DW = 1,6

Variation annuelle des DEFM <sup>(1)</sup>



(1) Demandeurs d'emploi en fin de mois.

Sources : Ministère du travail, estimations OFCE.

Compte tenu de l'effet de découragement, une élévation de la population active tendancielle n'augmente pas le chômage dans la même mesure : 100 personnes supplémentaires accroissent le chômage de 68. Les créations d'emplois dans le secteur secondaire réduisent davantage le chômage que les créations dans les autres secteurs : le passage de l'inactivité à l'activité est plus encouragé par les créations dans les services où se développe davantage l'offre de travail féminin. L'impact des politiques d'emploi semble, selon nos estimations, exercer un effet de flexion assez net : 100 stages ou CES supplémentaires ne réduiraient le chômage que de 56 personnes. Les mesures de traitement social les plus efficaces sont les préretraites et les dispenses de recherche qui réduisent d'autant le chômage (le coefficient, non significativement différent de 1, a été contraint à l'unité).

En supposant la neutralité des politiques de traitement social en 1995 et 1996, l'estimation précédente peut servir de base à l'établissement d'une prévision de chômage (voir graphique). Compte tenu de l'évolution attendue de la population active potentielle, la modestie de la reprise de l'emploi dans le secteur secondaire et le fort effet de flexion des taux d'activité dans les branches tertiaires limiteront la baisse du chômage, comme en 1988 et 1989.

## Les échanges extérieurs traduisent la fin du décalage conjoncturel

Les résultats de 1994, un excédent FAB/FAB de 88 milliards de francs, équivalent à celui de 1993, sont favorables : en période de reprise économique, avoir pu consolider l'excédent commercial constitue une bonne performance <sup>(18)</sup>. En 1995 et 1996 l'excédent commercial devrait être stabilisé en termes FAB/FAB. En termes FAB/CAF, cependant, une légère dégradation interviendrait, à cause de l'industrie en 1995, de l'énergie en 1996 (tableau 7).

### 7. Soldes extérieurs

Milliards de francs courants

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
					Prévision	Prévision
Agro-alimentaire	44,4	53,2	56,6	45,2	46	48
Energie	- 94,8	- 79,5	- 68,8	- 65,9	- 65	- 72
Produits manufacturés :						
- y compris matériel militaire	- 31,8	6,8	52,1	54,9	48	48
- hors matériel militaire	- 46,5	- 9,6	41,5	47,4	38	32
Solde FAB/CAF	- 82,1	- 19,5	40	34,2	29	24
Solde FAB/FAB (1)	- 30,2	30	88,1	87,4	88	88

(1) Les importations FAB sont inférieures aux importations CAF de 4 % en 1991, 4,2 % en 1992, 1993, 1994, 1995 et 1996.

Sources : Douanes, INSEE, prévisions OFCE.

En 1993, la France accusait un creux conjoncturel plus marqué que certains de ses partenaires, en particulier de l'OCDE hors Europe. Progression très modérée de la consommation, fort recul de l'investissement et ample déstockage avaient comprimé la demande intérieure et les importations françaises. Ces replis furent semblables à ceux de l'Europe, en moyenne, avec cependant des situations très diverses selon les pays. Les autres pays de l'OCDE, en revanche, Japon excepté, avaient connu une franche reprise de leur demande intérieure. En 1994, les situations se sont harmonisées, au sein de l'Europe et entre les différentes zones de l'OCDE. En Europe, les demandes intérieures se sont fortement accrues, tout particulièrement dans les pays qui avaient connu un reflux en 1993. Au Royaume-Uni, le redémarrage ayant été plus précoce, la demande intérieure s'est consolidée, mais peu accélérée. Les écarts antérieurs des demandes intérieures et des importations ont donc été partiellement comblés. La réduction des écarts s'est aussi manifestée entre l'Europe et le reste de l'OCDE, davantage d'ailleurs pour les demandes intérieures que pour les importations.

(18) Voir « Le commerce extérieur en 1994 : un excédent de reprise », Françoise Milewski, *Lettre de l'OFCE*, n° 135, février 1995.

En 1995-96, la France progresserait, au moins au départ, un peu plus vite que ses partenaires. Cela se traduirait, pour l'industrie, par une progression plus soutenue des importations que de la demande extérieure. La progression des importations en volume (+ 10,8 % en 1995 et + 8,2 % en 1996 après + 8,3 % en 1994) resterait cependant plus faible que lors de la phase de reprise de la fin des années quatre-vingt. La reprise de l'investissement devrait, certes, accélérer celle du taux de pénétration des importations sur le marché intérieur, resté très modéré durant la majeure partie de 1994. Mais l'absence de saturation des capacités de production devrait permettre de contenir la progression des volumes importés.

Sur les marchés extérieurs, la France avait réussi, en 1994, à redresser quelque peu ses parts de marché, après le déclin consécutif aux perturbations monétaires de 1992. La sous-évaluation du dollar et les dévaluations des monnaies de l'Europe du Sud devraient de nouveau perturber les parts de marché. Les mouvements monétaires sont en effet suffisamment amples pour que les avantages compétitifs, qu'ils confèrent à certains pays, perdurent plusieurs semestres, avant d'être annulés par les différentiels d'inflation.

La dépréciation actuelle du franc relativement au mark pourrait quelque peu compenser les pertes vis-à-vis des pays de l'Europe du Sud, en pénalisant tout particulièrement l'Allemagne alors qu'en 1992-1993 France et Allemagne avaient connu ensemble un déclin de leurs marchés. On a fait l'hypothèse que les parts de marché de la France seraient stabilisées, en moyenne annuelle ; c'est une hypothèse optimiste. Il est toutefois très important de remarquer que des pertes de compétitivité dans le contexte d'un marché récessif, comme en 1992-1993, n'ont pas la même portée que dans la situation présente de reprise du commerce mondial. Les exportations restent dynamiques, comme en témoignent les carnets de commande. En 1994, la concurrence étrangère a été ressentie moins durement et les bénéficiaires à l'exportation des entreprises françaises ont été reconstitués ; cela pourrait donner une certaine marge pour comprimer les prix et mieux résister ainsi aux exportateurs des pays dont la monnaie a été récemment dépréciée.

Le solde industriel serait réduit de 7 milliards cette année à cause d'un écart de 2 points dans la progression des volumes. L'amélioration des termes de l'échange est consécutive au ralentissement des prix d'importation (moindre hausse des prix des matières premières sur les marchés mondiaux et baisse des prix en provenance des pays dont les monnaies ont été dépréciées). Elle ne suffirait pas à compenser la dégradation des taux de couverture en volume cette année, et ne perdurerait pas en 1996, au moment où l'écart des volumes s'atténuerait (1,5 point après 2,5 en 1995). L'excédent se stabiliserait alors, grâce à l'effet de base<sup>(19)</sup>. L'excédent industriel civil se dégraderait davantage cette année et continuerait de se réduire un peu l'an prochain ; on peut en

---

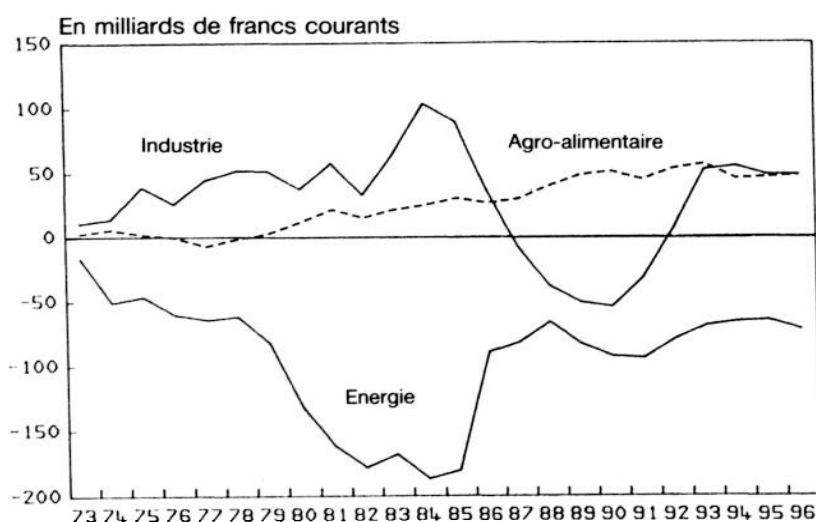
(19) Le taux de croissance plus fort des importations est compensé par la valeur de départ plus élevée des exportations.



effet escompter un léger redressement des livraisons militaires grâce à la remontée des commandes de 1994. Les exportations de 1994 avaient été exceptionnellement basses.

Le déficit énergétique se stabiliserait à bas niveau en 1995. La hausse des volumes importés, due à la reprise économique, serait compensée par le repli du prix du pétrole en francs. Le redressement des prix en 1996 renchérirait la facture, mais elle restera très modérée.

L'excédent agro-alimentaire serait maintenu à un niveau proche de 1994. Même si l'on peut escompter que la hausse du prix des matières premières importées s'atténue sur le marché mondial et tout particulièrement en francs, les exportations seraient bridées par une meilleure compétitivité des céréales américaines et la poursuite de la baisse des prix européens dans le cadre de la PAC (graphique 51).



51. Soldes commerciaux par produits (FAB/CAF)

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

### L'excédent de la balance courante resterait élevé

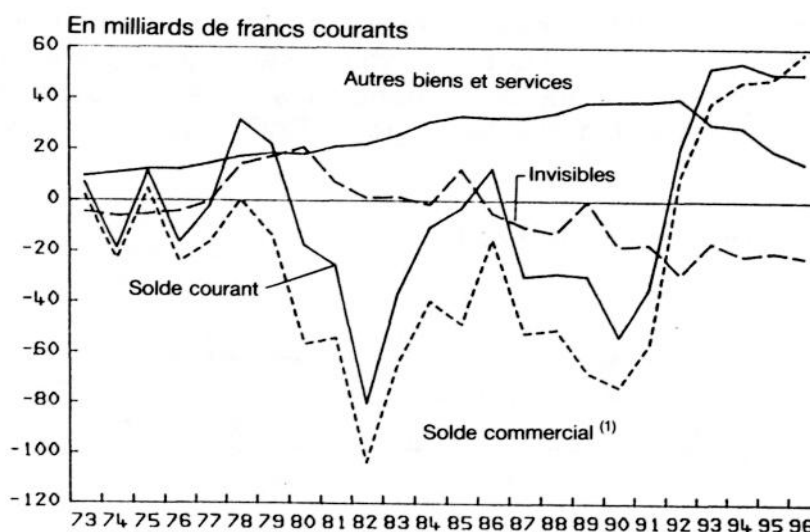
L'excédent de la balance des paiements courants pourrait être stabilisé à 50 milliards de francs, niveau proche de celui de 1994 (54,4 milliards). Plusieurs tendances opposées se neutraliseront. On peut d'abord supposer que l'écart de mesure très important intervenu en 1993, et à un moindre degré en 1994, entre le solde commercial comptabilisé par les Douanes d'une part, et dans l'élaboration de la balance des paiements d'autre part, devrait s'atténuer. Des évolutions, encore peu claires, des opérations sans paiements sont à l'origine des distorsions récentes.

L'excédent des services devrait s'améliorer quelque peu ; il semble que le déficit des intérêts s'atténuera ; il s'était gonflé jusqu'en 1993 en raison des intérêts à verser aux détenteurs non résidents de titres de la dette publique. Les reventes intervenues en 1994 ont entraîné dans un premier temps le versement des coupons échus, d'où une nouvelle

hausse des intérêts payés. En 1995 et 1996 ce déficit devrait être sensiblement réduit. Par contre, le solde touristique risque de s'amenuiser en 1995 à cause des fluctuations monétaires récentes.

La contribution française au budget européen devrait s'accroître, mais moins fortement qu'en 1994. Si bien qu'au total le déficit des invisibles serait stabilisé (graphique 52). La dégradation tendancielle des autres biens et services devrait alors compenser l'amélioration du solde des biens. L'excédent des paiements courants atteindrait 0,6 % du PIB.

### 52. Balance courante



(1) au sens de la balance des paiements

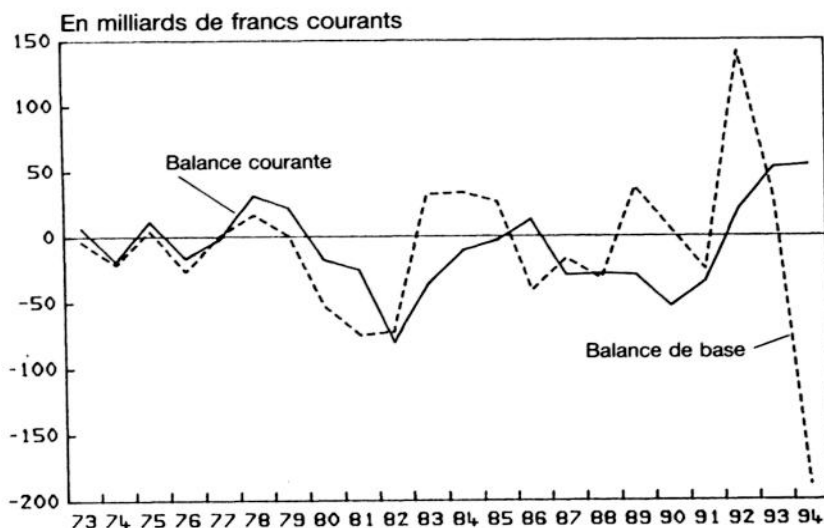
Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

### Les mouvements de capitaux : amples retraits des non-résidents en 1994

Les résultats de la balance des paiements courants ne déterminent désormais que marginalement l'évolution de la balance de base <sup>(20)</sup>. Auparavant, les évolutions étaient parallèles, les mouvements de capitaux étant d'ampleur limitée : un écart s'était manifesté en 1983, quand des emprunts à l'étranger s'étaient révélés nécessaires pour financer le déficit des paiements courants. Mais les flux financiers s'étaient ensuite contractés, rétablissant le parallélisme entre la balance des biens et services et les besoins de financement (graphiques 53 et 54). A partir de 1989, les écarts se sont de nouveau creusés : les entrées de capitaux se sont intensifiées, notamment du fait des opérations sur titres. Ainsi, en 1992, la balance des paiements courants redevenait excédentaire pour la première fois depuis 1986, mais cet excédent restait limité (+ 20 milliards) au regard de celui de la balance de base (+ 140 milliards), grâce aux

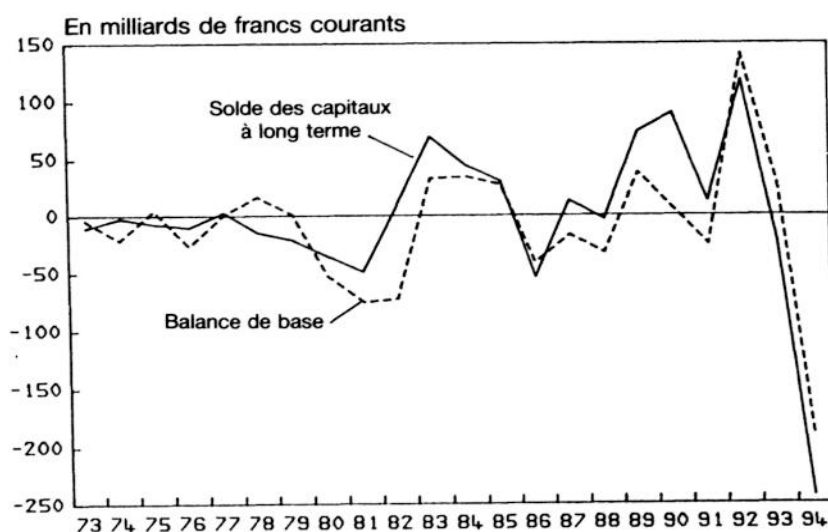
(20) Balance des paiements courants plus mouvements de capitaux à long terme.

entrées de capitaux. Jusque là, on ne pouvait encore parler de déconnexion, car la confiance restaurée dans les soldes extérieurs a conforté la crédibilité de la politique du franc et l'attrait pour les titres français.



53. Balance courante et balance de base

Source : Banque de France.



54. Balance de base et solde des capitaux à long terme

Source : Banque de France.

Malgré la crise monétaire européenne de l'automne 1992, les titres français ont continué d'être attractifs en 1993 ; le solde des capitaux à long terme est cependant devenu légèrement déficitaire car les entrées furent moindres qu'en 1992, tandis que les titres étrangers bénéficiaient de l'engouement des résidents. L'excédent de la balance de base s'est amenuisé. C'est en 1994 que les divergences se sont accumulées : bien que l'excédent courant ait été préservé à 54,4 milliards, le déficit de la balance de base a atteint 189 milliards. Les reflux de capitaux à long terme ont atteint 243 milliards ; le quasi-équilibre des flux d'investissements directs et des crédits commerciaux, et l'excédent des prêts ont été minimes au regard du déficit des opérations sur titres. La déconnexion est totale.

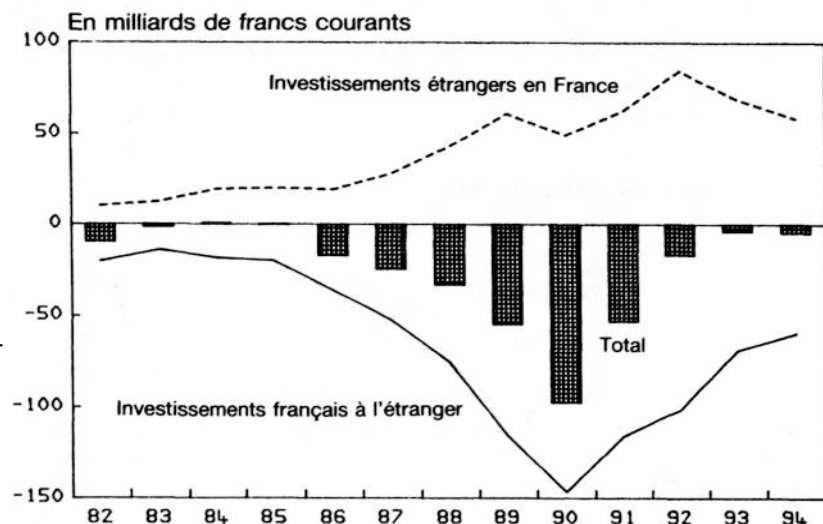
Les investissements directs ont dégagé en 1993 et 1994 un solde presque équilibré (graphique 55) : c'est une amélioration de 100 milliards en trois ans. Le déficit s'était en effet largement creusé entre 1986 et 1990, essentiellement du fait du développement des investissements français à l'étranger ; plusieurs raisons s'étaient combinées :

— l'amélioration de la situation financière des entreprises avait permis de multiplier des opérations nécessaires à la conquête de marchés. Puis, comme pour les investissements en métropole, un repli s'est produit à partir de 1991 ;

— la perspective du marché unique de 1992 avait favorisé les fusions-acquisitions en Europe ;

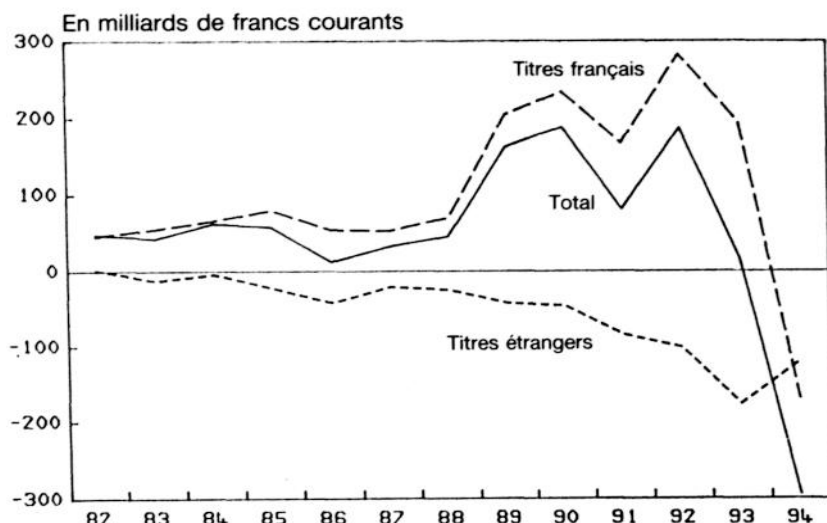
— les investisseurs français avaient accumulé un retard notable en matière d'investissements physiques et commerciaux à l'étranger ; ils l'ont en partie comblé à partir de 1986, le contrôle des changes ayant été levé.

### 55. Investissements directs



Source : Banque de France.

Les investissements de portefeuille, c'est-à-dire les opérations sur titres, sont davantage de nature spéculative. L'ampleur des fluctuations le confirme. Mais celles-ci concernent surtout les titres français : à l'inverse les achats de titres étrangers par des résidents français se sont modérément accrus au fil des années (graphique 56). Les achats de titres français par des non-résidents se sont développés à partir de 1989 ; elles ont alors concerné toutes les formes d'investissements de portefeuille, en lien avec le développement de la place financière de Paris. A la charnière des années quatre-vingt et quatre-vingt dix ce sont les achats de titres de la dette publique qui se sont le plus accrus, jusqu'à atteindre 180 milliards de francs en 1992 et presque 80 milliards en 1993. Les investisseurs étrangers en valeurs du Trésor ont alors été activement sollicités pour contrebalancer les sorties de capitaux liées aux investissements directs à l'étranger. La crise du marché obligataire et les tensions monétaires ont inversé les flux à partir de décembre 1993 : les non-résidents ont vendu une partie des valeurs du Trésor qu'ils détenaient ; ainsi, de la

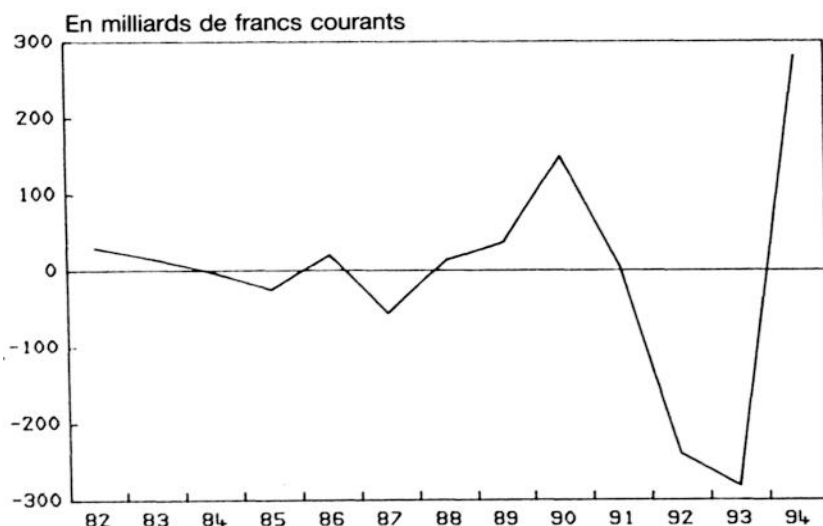


56. Opérations sur titres

Source : Banque de France.

fin de 1993 à la fin de 1994, la part de la dette publique détenue par des opérateurs étrangers a baissé de 33 à 20 %. Le risque, brandi à l'époque, d'un retrait des capitaux en cas de baisse unilatérale des taux d'intérêt, s'est concrétisé sans même cette baisse. Les retraits sur des valeurs du Trésor ont atteint 189 milliards de francs en 1994. La position débitrice à long terme du secteur officiel est passée de 420 à 240 milliards environ. Globalement, tous titres français confondus (privés et publics, actions et obligations), les sorties de 1994 ne compensent pas les entrées précédentes : elles sont même inférieures aux entrées de la seule année 1993.

Enfin, les mouvements de capitaux à court terme montrent également d'amples fluctuations en 1993 et 1994 (graphique 57). Les résidents privés ont dénoué, en 1993, des placements à court terme effectués antérieurement à l'étranger, à la suite de nouvelles réglementations imposées par la COB sur la limite de détention par les OPCVM de titres sur les marchés réglementés.



57. Mouvements de capitaux à court terme des banques

Source : Banque de France.

En contrepartie, le secteur bancaire a subi des baisses de dépôts en francs des non-résidents dans les banques résidentes ; cela a creusé les sorties de capitaux en 1993. A l'inverse, en 1994, des entrées de capitaux ont réduit les créances en devises du secteur bancaire : les non résidents ont acheté à terme du franc, après en avoir vendu en 1993. En 1994, la position monétaire des banques s'est dégradée. En revanche, celle du secteur public s'est améliorée : les réserves de change se sont accrues entre la fin de 1993 et la fin de 1994.

Achévé de rédiger le 24 mars 1995

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

	Trimestres												Années		
	1994				1995				1996				1994	1995	1996
	T 1	T 2	T 3	T 4	T 1	T 2	T 3	T 4	T 1	T 2	T 3	T 4			
Prix du pétrole, niveau en dollars <sup>(a)</sup>	14,1	16,1	16,8	16,5	16,8	17,4	18,0	18,5	18,5	19,0	19,0	19,5	15,9	17,8	19,0
Taux de change <sup>(a)</sup> 1 \$ = ... DM 1 \$ = ... Yen 1 £ = ... DM	1,72 108 2,56	1,66 103 2,50	1,56 99 2,42	1,54 99 2,45	1,48 97 2,35	1,4 95 2,24	1,35 92 2,20	1,40 95 2,30	1,45 97 2,31	1,50 99 2,33	1,55 101 2,40	1,60 103 2,48	1,62 102 2,48	1,41 95 2,27	1,52 100 2,38
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, % <sup>(a)</sup> Etats-Unis Japon Allemagne	3,2 1,8 5,9	4,0 1,8 5,3	4,5 1,9 5,0	5,3 2,0 5,3	6,0 1,9 5,1	6,2 1,9 5,2	6,5 1,9 5,5	6,3 1,9 6,0	6,0 1,9 6,2	5,8 2,2 6,5	5,5 2,2 6,5	5,5 2,2 6,5	4,3 1,9 5,4	6,3 1,9 5,5	5,7 2,2 6,4
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % <sup>(a)</sup> Etats-Unis Japon Allemagne	6,1 4,1 5,9	7,1 4,5 6,7	7,3 4,6 7,2	7,8 4,6 7,5	7,5 4,6 7,4	7,8 4,8 7,5	7,8 4,8 7,5	7,7 4,8 7,5	7,5 5,0 7,5	7,3 5,2 7,5	7,0 5,3 7,5	6,5 5,5 7,5	7,1 4,2 6,8	7,7 4,8 7,5	7,1 5,3 7,5
Prix à la consommation <sup>(b)</sup> Etats-Unis Japon Allemagne de l'Ouest	2,2 0,5 3,8	2,6 1,8 2,8	3,4 1,1 2,7	2,4 2,1 1,8	2,8 0,7 1,8	3,0 0,5 2,0	3,2 0,5 2,0	3,4 0,6 2,0	3,4 0,8 2,2	3,5 1,0 2,5	3,5 1,0 2,7	3,4 1,0 2,9	2,6 0,7 3,0	2,9 0,7 2,1	3,4 0,8 2,3

Chronique de conjoncture : l'investissement fuit le risque

	Trimestres												Années		
	1994				1995				1996				1994	1995	1996
	T 1	T 2	T 3	T 4	T 1	T 2	T 3	T 4	T 1	T 2	T 3	T 4			
Cours des matières premières industrielles en \$ (c)	8,1	7,7	7,8	9,0	7,0	7,0	4,0	4,0	3,0	2,0	2,0	1,0	17,1	30,5	12,9
Importations de produits manufacturés en volume cvs (c)															
OCDE	5,7		5,4		4,5		4,2		3,5		3,0		10,1	9,4	7,2
PVD	4,4		4,4		3,3		3,4		2,9		3,2		9,2	7,3	6,3
Europe de l'Est	3,9		2,6		3,4		2,6		3,9		4,7		6,2	6,1	7,7
Total monde	5,4		5,2		4,2		4,0		3,4		3,1		9,9	9,0	7,0
Total monde dans l'optique France	3,9		4,2		4,1		3,9		3,5		3,0		7,5	8,3	7,0
Solde des balances courantes, cvs, en milliards de \$															
Etats-Unis	- 70		- 82		- 78		- 81		- 82		- 81		-152	-159	-163
Japon	68		61		57		52		56		44		129	109	100
Allemagne	- 11		- 23		- 10		- 11		- 12		- 12		- 34	- 21	- 23

(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 : T-Bond à 10 ans aux Etats-Unis, Bund à 10 ans en Allemagne, Benchmark à 10 ans au Japon. Matières premières : indice de Hambourg. Importations mondiales : calculs OFCE à partir OCDE (série A) et sources nationales. Inflations et balances courantes : sources nationales. Prévisions : OFCE.



## II. Etats-Unis

Equilibre des biens et services en volume  (aux prix de 1987)	Niveau en 1993	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : milliards de dollars de 1987	1993		1994		1995		1996		1993	1994	1995	1996
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	3 458,7	1,4	1,8	1,8	1,5	1,7	0,9	0,8	0,9	3,3	3,5	2,9	1,7
Consommation publique	929,8	- 1,2	0,4	- 1,4	0,9	0,3	0,4	0,2	0,4	- 0,8	- 0,8	0,9	0,6
FBCF totale	804,7	5,5	6,6	6,3	4,6	3,7	2,3	1,9	1,4	11,3	12,2	7,2	3,8
dont : Logement	213,1	3,0	4,5	6,5	- 1,0	0,1	- 0,1	- 1,3	- 2,0	8,2	8,3	- 0,5	- 2,3
Hors logement	591,6	6,5	7,3	6,2	6,7	4,9	3,0	2,9	2,4	12,5	13,7	9,9	5,7
Exportations de biens et services	602,5	1,6	2,6	3,5	7,3	3,7	2,2	2,6	2,6	4,1	8,7	8,5	5,1
Importations de biens et services	676,4	5,4	5,5	6,5	7,9	3,9	2,0	1,9	2,0	10,7	13,7	9,0	4,0
Variations des stocks en milliards de dollars de 1987	15,3	18,7	11,9	42,3	62,6	50,0	57,5	47,5	37,5	15,3	52,4	53,8	42,5
PIB	5 134,6	1,3	1,7	2,1	2,1	1,5	1,2	0,7	0,8	3,1	4,1	3,1	1,7
Prix à la consommation		1,5	1,1	1,3	1,5	1,4	1,6	1,7	1,7	2,8	2,6	2,9	3,4
Solde courant en % du PIB		- 1,5	- 1,8	- 2,1	- 2,4	- 2,2	- 2,3	- 2,2	- 2,2	- 1,6	- 2,3	- 2,2	- 2,2

(\*) 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 1993  Unité : milliards de DM 1991	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent <sup>(*)</sup>											
		1993		1994		1995		1996		1993	1994	1995	1996
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	1 481,7	- 1,5	1,8	- 0,3	0,5	0,5	1,7	1,2	1,0	0,2	0,8	1,6	2,6
Consommation publique	479,7	- 1,9	0,9	- 0,9	1,6	0,3	0,3	0,6	0,6	- 1,2	0,3	1,2	1,0
FBCF totale	516,2	- 4,7	- 3,1	2,6	1,6	2,3	2,4	2,5	2,5	- 8,2	1,8	4,4	5,0
dont : Equipement	207,1	- 12,0	- 5,7	- 0,1	4,2	3,1	3,6	3,8	3,8	- 17,6	- 1,0	7,2	7,7
Bâtiment	309,1	1,0	- 1,2	4,4	0,1	1,8	1,6	1,6	1,6	- 0,7	3,8	2,6	3,2
Exportations de biens et services	887,0	- 3,5	1,8	4,4	4,9	6,4	4,5	4,2	3,9	- 3,3	7,9	11,4	8,6
Importations de biens et services	713,1	- 5,3	1,4	4,3	5,2	5,6	4,1	4,2	4,1	- 5,4	7,8	10,5	8,5
Variations des stocks et erreurs en milliards de DM 1991		- 6,0	- 1,8	3,8	17,7	16,3	11,5	10,5	9,0	- 7,8	21,5	27,8	19,5
PIB	2 643,7	- 1,8	1,1	0,9	2,2	1,4	1,6	1,5	1,3	- 1,7	2,5	3,2	3,0
Prix à la consommation		2,3	1,6	1,6	1,2	0,9	1,0	1,1	1,3	4,1	3,0	2,1	2,3
Solde courant en % du PIB <sup>(1)</sup>		- 0,3	- 1,7	- 1,0	- 2,3	- 0,8	- 0,9	- 1,0	- 1,0	- 1,0	- 1,7	- 0,9	- 1,0

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

(1) Allemagne unie, données non cvs.

Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévisions OFCE.

IV. Japon

Equilibre des biens et services en volume  (aux prix de 1985)	Niveau en 1993	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : milliards de yens de 1985	1993		1994		1995		1996		1993	1994	1995	1996
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	243 484	0,7	0,7	1,5	1,0	1,2	1,8	1,8	2,0	1,0	2,4	2,6	3,7
Consommation publique	36 201	- 0,2	2,1	1,1	1,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,7	3,0	2,4	2,0
FBCF totale	135 541	- 0,5	- 0,6	- 2,4	0,7	1,2	3,5	1,6	1,3	- 1,8	- 2,3	3,3	4,0
dont : Logement	19 973	- 2,0	10,0	2,8	5,1	0,5	4,0	- 2,0	- 4,0	2,4	10,5	5,0	- 2,0
Privée productive	79 143	- 4,6	- 5,3	- 6,1	- 0,6	0,9	1,9	2,3	2,6	- 9,3	- 8,9	1,5	4,6
Publique	36 426	11,0	4,3	2,5	0,9	2,3	6,1	2,3	2,0	16,6	5,1	5,8	6,3
Exportations de biens et services	62 022	1,2	- 1,9	4,3	2,4	0,6	3,4	3,3	2,8	1,3	4,5	3,5	6,5
Importations de biens et services	58 430	1,5	2,1	4,5	3,7	6,1	5,8	4,0	3,0	2,7	7,5	11,2	8,6
Variation des stocks en milliards de yens de 1985	947	1 267	643	1 743	2 104	1 450	2 250	3 000	3 500	955	1 926	1 777	3 250
PIB	419 765	0,3	- 0,4	0,5	0,9	0,2	2,0	1,7	1,7	- 0,2	0,7	1,6	3,6
Prix à la consommation		0,6	0,8	0,2	0,2	0,5	0,3	0,4	0,5	1,6	0,7	0,7	0,8
Solde courant en % du PIB		3,3	2,9	3,1	2,6	2,3	2,0	2,3	1,8	3,1	2,8	2,1	2,0

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

Sources : Nomura Research Institute, prévisions OFCE.

## V. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1990)	Niveau en 1993	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent <sup>(*)</sup>											
	Unité : millions de livres de 1990	1993		1994		1995		1996		1993	1994	1995	1996
		S 1	S 2	S 1	S 2	S 1	S 2	S 1	S 2				
Consommation des ménages	116 910	- 1,0	1,8	1,1	1,0	1,2	1,1	1,4	1,1	2,6	2,5	2,2	2,4
Consommation publique	116 910	1,3	0,9	0,6	- 0,6	0,6	0,6	0,3	0,3	0,9	1,4	1,1	0,7
FBCF totale	96 611	- 0,3	1,4	2,8	- 1,8	1,0	- 2,8	- 3,2	- 3,1	0,3	2,5	- 1,5	6,3
dont : Logement	19 238	1,0	4,5	3,4	- 7,3	- 3,2	- 2,7	- 2,0	- 2,0	5,2	1,8	- 8,2	- 4,3
Hors logement	77 373	- 0,6	0,6	2,6	- 0,3	2,0	4,0	4,3	4,1	- 0,8	2,7	3,9	8,6
Exportations de biens et services	140 553	1,2	3,0	5,1	5,4	5,2	4,0	3,5	2,7	3,1	9,5	10,1	7,0
Importations de biens et services	153 315	0,3	2,7	3,0	0,2	3,3	3,2	3,0	2,6	2,8	4,5	5,0	6,0
Variations des stocks en millions de livres de 1990	- 185	- 38	- 147	1 356	1 343	1 550	1 900	2 200	1 700	- 185	2 699	3 450	3 900
PIB optique dépense	549 327	1,1	1,6	2,3	1,8	1,6	1,6	1,7	1,1	2,2	4,0	3,3	3,1
Prix à la consommation		0,4	1,3	1,2	1,3	1,4	1,7	1,8	2,0	1,6	2,4	3,0	3,7
Solde courant en % du PIB		- 2,3	- 1,3	- 0,8	0,5	0,6	0,4	0,2	- 0,1	- 1,8	- 0,1	0,5	0

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

Sources : CSO, prévisions OFCE.

VI. Résumé des prévisions pour l'économie française <sup>(1)</sup>

	1994	1995	1996
<i>En % de variation aux prix de 1980 :</i>			
PIB	2,5	3,5	3,0
Importations	6,4	7,7	6,1
Consommation des ménages	1,6	2,9	3,1
Investissement total	1,8	5,4	4,0
dont :			
• entreprises	1,1	8,9	6,3
• ménages	2,5	1,3	1,3
• autres	2,6	2,0	1,3
Exportations	5,3	6,2	5,7
Contribution des stocks à la croissance en %	1,2	0,7	0,3
Demande intérieure totale	2,9	3,9	3,1
<i>Compte des ménages en termes réels %</i>			
Salaires bruts <sup>(2)</sup>	1,0	2,3	2,5
Salaires nets <sup>(2)</sup>	0,1	2,1	2,6
Prestations sociales	1,3	1,5	2,9
Excédent d'exploitation	2,9	2,6	1,5
Prélèvements sociaux et fiscaux	3,3	4,2	4,7
Revenu disponible <sup>(2)</sup>	0,2	1,4	2,3
Taux d'épargne <sup>(2)</sup>	12,7	11,7	11,3
<i>Prix à la consommation en glissement %</i>			
	1,6	2,1	2,0
<i>en moyenne %</i>	1,7	2,0	1,9
<i>Compte des sociétés, en %</i>			
Taux de marge	32,4	32,8	32,5
Taux d'épargne	19,1	19,7	19,0
Taux d'investissement	15,8	16,5	17,0
Taux d'autofinancement	121	119,6	111,8
<i>En milliards de francs</i>			
Solde commercial (FAB/FAB)	87,4	88	88
dont :			
• industrie (FAB/CAF)	54,9	48	48
• énergie (FAB/CAF)	- 65,9	- 65	- 72
• agro-alimentaire (FAB/CAF)	45,2	46	48
Balance des paiements courants	54,4	50	50
• en % du PIB	0,7	0,6	0,6
<i>Emploi salarié <sup>(3)</sup>, en glissement annuel %</i>			
dont :			
• industrie	- 0,4	0,7	0,8
• bâtiment	- 1,8	- 0,8	- 0,8
• tertiaire	2,9	3,1	2,3
Emploi total, en glissement annuel %	1,0	1,5	1,2
Chômage en fin d'année (en millions)	3,329	3,280	3,250
Taux de chômage (sens B.I.T.)	12,4	12,1	11,8
<i>Taux de change DMF</i>			
Taux de change \$/F	3,42	3,50	3,45
Taux d'intérêt à court terme % <sup>(4)</sup>	5,55	4,95	5,25
Taux d'intérêt à long terme % <sup>(5)</sup>	5,8	6,7	6,9
	7,2	8,2	7,9

(1) La reconstitution des stocks du deuxième semestre 1994 a été revue en baisse par rapport à l'évaluation des comptes nationaux, en même temps que l'investissement des entreprises a été revu en hausse. Ceci est sans effet sur la variation du PIB

(2) La masse salariale a été corrigée du biais par l'emploi à temps partiel : c'est le produit du salaire individuel moyen par l'effectif « équivalent temps plein »

(3) Secteurs marchands non agricoles

(4) Marché monétaire à 3 mois (PIBOR)

(5) Taux de rendement des OAT 10 ans

Sources : INSEE, prévisions OFCE, mars 1995.

VII. France. Ressources et emplois de biens et services, aux prix de 1980<sup>(1)</sup>

	Milliards de francs de 1980	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
		1994				1995				1996				1994	1995	1996
		1994	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3			
Produit intérieur brut	3 671,2	0,9	1,3	0,8	0,6	0,8	1,0	1,1	0,7	0,8	0,6	0,6	0,4	2,5	3,5	3,0
Importations	1 026,6	3,1	2,4	0,5	3,6	1,0	2,0	2,0	2,0	1,5	1,0	1,0	1,0	6,4	7,7	6,1
Consommation des ménages	2 225,1	- 0,1	1,2	0,8	- 0,2	1,0	0,9	1,0	0,7	0,8	0,5	1,0	0,5	1,6	2,9	3,1
Consommation des administrations	698,8	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0	0	0,5	0,5	0	0	1,6	1,9	1,0
FBCF totale	755,7	0,3	1,4	1,9	1,3	0,8	1,5	1,5	1,1	1,0	0,6	0,5	0,5	1,8	5,4	4,0
dont :																
• sociétés	388,5	1,1	1,5	1,6	2,2	2,4	2,4	2,4	1,9	1,5	1,0	1,0	1,0	1,1	8,9	6,3
• ménages	198,8	- 2,0	1,8	3,7	0,4	- 2,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0	0	2,5	1,3	1,3
• autres (2)	168,4	3,1	2,5	1,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0	0,5	0,5	0,1	0	2,6	2,0	1,3
Exportations	1 014,0	- 0,5	3,2	- 0,8	4,6	0	1,0	2,0	2,0	1,5	1,0	0,8	0,8	5,3	6,2	5,7
Variation des stocks en milliards (3)	4,2	0,5	- 0,2	1,4	2,5	4,0	7,0	9,0	9,0	9,0	10,0	10,0	10,0	4,2	29,0	39,0
Demande intérieure totale (y compris stocks)	3 683,8	1,8	1,0	1,2	0,3	1,1	1,3	1,1	0,7	0,8	0,6	0,7	0,4	2,9	3,9	3,1

< Prévision >

(1) La reconstitution des stocks du deuxième semestre 1994 a été revue en baisse par rapport à l'évaluation des comptes nationaux, en même temps que l'investissement des entreprises a été revu en hausse. Ceci sans effet sur la variation du PIB.

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

(3) Milliards de francs de 1980. La contribution des stocks à la croissance du PIB est de : + 1,2 % en 1994, + 0,7 % en 1995, + 0,3 % en 1996

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



VIII. Prix de détail et taux de salaire horaire

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1994				1995				1996				1994	1995	1996
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Glissement des prix	0,6	0,5	0,3	0,2	1,1	0,3	0,4	0,3	0,7	0,5	0,4	0,3	1,6	2,1	2,0
Moyenne des prix	0,4	0,6	0,4	0,2	0,6	0,7	0,4	0,4	0,5	0,6	0,4	0,4	1,7	2,0	1,9
Glissement du taux de salaire horaire	0,4	0,7	0,6	0,6	0,5	0,9	0,6	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7	2,2	2,6	2,8

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

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

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1994				1995				1996				1994	1995	1996
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Effectifs	-0,7	-0,3	0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-2,8	0,3	1,1
Production	3,6	3,7	0	1,7	1,4	1,8	0,9	0,7	0,5	0,9	0,9	0,7	5,6	5,7	3,3
Productivité	4,3	4,0	0	1,6	1,3	1,7	0,7	0,4	0,2	0,6	0,6	0,4	8,4	6,0	2,2

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

*X. Effectifs salariés <sup>(1)</sup> en fin de trimestre et fin d'année*

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1994				1995				1996				1994	1995	1996
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Industrie	-0,5	0	0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,4	0,7	0,8
Bâtiment	-0,9	-0,5	0,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-1,8	-0,8	-0,8
Tertiaire	0,7	1,0	0,6	0,5	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	2,9	3,1	2,3
Ensemble des secteurs marchands non agricoles	0,2	0,6	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	1,5	2,1	1,6

(1) Secteurs marchands non agricoles

Sources : INSEE, prévisions OFCE.



### XI. Eléments du compte des ménages

En %

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1994				1995				1996				1994	1995	1996
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Salaires bruts (1) (2)	0,1	0,1	0,6	0,8	0,4	0,3	0,6	1,3	0,7	0,1	0,4	0,8	1,0	2,3	2,5
Salaires nets (1) (2)	- 0,1	0	0,7	0,8	0,4	0,3	0,6	1,3	0,7	0,1	0,4	0,8	0,1	2,1	2,6
Prestations sociales (1)	1,1	- 0,4	1,5	- 1,1	0,5	0,2	2,1	0	0,6	0,3	1,4	0,7	1,3	1,5	2,9
Revenu disponible réel (1) (2)	0,4	- 0,4	0,9	0,1	0,2	0,6	0,4	0,7	0,8	0,4	0,4	0,1	0,2	1,4	2,3
Taux d'épargne (2)	13,4	12,3	12,4	12,5	12,0	12,0	11,5	11,4	11,6	11,7	11,2	10,8	12,7	11,7	11,3

<

prévision

>

(1) Pouvoir d'achat en pour-cent

(2) La masse a été corrigée du biais induit par l'emploi à temps partiel : c'est le produit du salaire individuel moyen par l'effectif « équivalent temps plein ».

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Chronique de conjoncture : l'investissement fuit le risque

## XII. Taux d'intérêt

En %

	1994				1995				1996				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1994	1995	1996
A court terme (1)	6,3	5,7	5,6	5,7	6,6	7,0	6,7	6,5	6,7	7,0	7,0	7,0	5,8	6,7	6,9
A long terme (2)	6,0	7,0	7,7	8,1	8,1	8,3	8,3	8,3	8,2	8,0	7,8	7,7	7,2	8,2	7,9

< prévision >

(1) Marché monétaire à 3 mois (PIBOR)  
 (2) Taux de rendement des OAT (10 ans).

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

## XIII. Taux de change

	1994				1995				1996				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1994	1995	1996
Dollar-franc	5,86	5,69	5,35	5,31	5,17	4,97	4,75	4,85	5,00	5,17	5,35	5,52	5,55	4,95	5,25
Mark-franc	3,40	3,42	3,43	3,43	3,50	3,55	3,50	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,42	3,50	3,45

< prévision >

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.