

# Chronique de conjoncture

## L'offre devance la demande \*

*Après l'accélération prononcée de l'activité et du commerce mondiaux en 1994, le ralentissement intervenu depuis le début 1995 est largement généralisé au sein des pays de l'OCDE. Le manque de dynamisme de la consommation et le déficit de confiance des ménages en est un facteur général, même si cette caractéristique commune participe de phases différentes du cycle conjoncturel, selon les pays.*

*Les pays anglo-saxons, spécialement les Etats-Unis, sont en voie de connaître une fin de cycle sans drame, prolongée par le recours au crédit à la consommation. Au Japon, la faiblesse de la consommation est la contrepartie d'une préférence exacerbée pour la liquidité et alimente le risque de spirale déflationniste qui menace ce pays. A partir de points de départ évidemment différents, la zone anglo-saxonne et le Japon ne devraient pas enregistrer des taux de croissance supérieurs à 2 % en 1996 et ne seront pas des locomotives de la croissance mondiale.*

*En Europe, le retour de comportements de précaution parmi les consommateurs peut handicaper la réalisation des projets d'investissement aujourd'hui formulés par les entreprises et s'opposer ainsi à la confirmation d'une expansion régularisée. Les déséquilibres dans le partage des revenus et le sentiment d'insécurité économique expliquent cet attentisme. Les disparités européennes, entre pays aux monnaies surévaluées et pays aux monnaies sous-évaluées ou en voie de l'être, contribuent aussi à geler la capacité d'expansion européenne. Dans les premiers pays, l'activité est entravée par le handicap de compétitivité ; dans les seconds, les résurgences inflationnistes et les réactions de la politique monétaire qu'elles suscitent pénalisent la demande interne.*

*La normalisation de la situation monétaire, sur le front des taux de change, est ainsi nécessaire au retour de l'expansion européenne. Elle corrigerait les distorsions actuelles de compétitivité. Cette chronique de conjoncture fait l'hypothèse d'une telle normalisation, en particulier par une certain redressement du dollar sur l'horizon de prévision.*

(\*) 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.

*La conjoncture allemande devrait contribuer à un dénouement positif du blocage européen en 1996. En Allemagne, le surcroît de revenus, après la généralisation des hausses salariales, paraît suffisant pour vaincre les réticences à consommer. Les exportateurs allemands bénéficieraient des achats de biens d'équipement par les industriels européens et de la poursuite de la reconstitution de leurs parts de marché. La politique monétaire allemande accompagnerait ce mouvement. La croissance allemande, après 2,5 % en 1995, pourrait se rapprocher ainsi de 3 % en 1996, sans pour autant atteindre ce chiffre.*

*En France, la reprise a marqué une pause au premier semestre 1995, après l'emballlement de 1994. Un environnement européen moins porteur et un contexte monétaire français nettement plus restrictif qu'anticipé en début d'année, ont sensiblement pesé sur l'activité. Le palier actuel débouche-t-il sur un retournement à la baisse ou bien un redémarrage ? Le pessimisme des entreprises n'a pas, pour le moment, conduit à une inflexion sensible des comportements de dépense, dans un sens restrictif : les embauches se développent, fussent-elles parfois à temps partiel et souvent à durée déterminée. Les salaires individuels s'accroissent. Les investissements prévus n'ont pas été mis en cause. Les stocks, en revanche, ont pâti du retournement des anticipations.*

*La logique de la prévision dépend crucialement de la consommation future des ménages. Davantage de revenus salariaux et de prestations soutiendraient la hausse du revenu global, malgré les prélèvements supplémentaires. Une reprise de la demande extérieure, dès le début de 1996, conforterait les exportations. La croissance de l'investissement des entreprises pourrait alors s'amplifier, aucun obstacle financier ne venant obérer les dépenses. En revanche, le contexte serait restrictif pour l'investissement et la consommation publics ; l'investissement en logements reculerait. Malgré une reprise de la formation des stocks, interrompue en 1995, la croissance du PIB serait de 2,5 % seulement l'an prochain après 2,9 % cette année.*

*La reprise envisagée dépend des hypothèses de politique économique. La normalisation financière anticipée peut buter sur des tensions intra-européennes et accroître l'incertitude des entreprises. Un comportement plus prudent en matière d'embauches et de politique salariale briserait le cheminement de la reprise. Enfin, les particuliers eux-mêmes finissent par être sensibles à la dévalorisation de leurs actifs, qu'ils soient immobiliers ou financiers.*

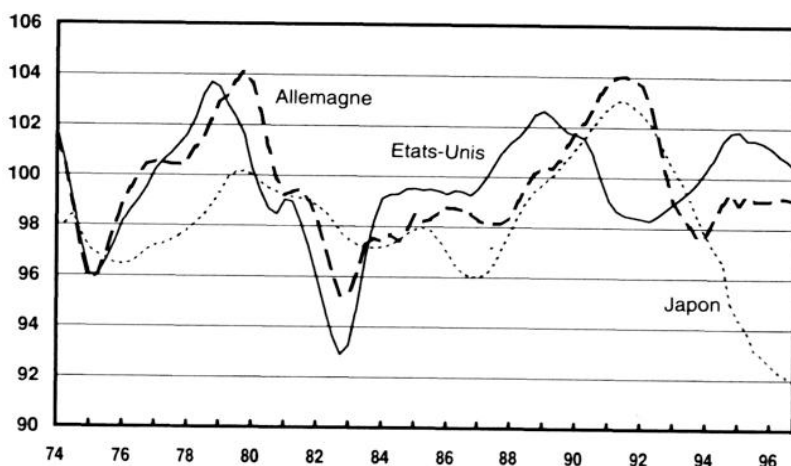
*La croissance du PIB, bien que faible, permettrait une nette baisse du chômage : un contenu plus intense en emplois, un accent mis sur le traitement social et une moindre croissance de la population active y concourraient. Peu supérieure à la croissance du potentiel productif, la croissance du PIB ne comblerait pas le creux acquis durant les années précédentes : le niveau du potentiel ne serait pas atteint à l'horizon de la prévision. L'économie française resterait donc en sous-utilisation des capacités de production, avec toutes les pressions désinflationnistes que cela implique.*

## L'expansion internationale en suspens

### Une croissance du commerce international freinée par les contraintes qui pèsent sur les demandes internes...

Le profil de l'expansion internationale, pour les deux années 1994 et 1995, apparaît désormais plus heurté que cela n'était ressenti au printemps. Les nouvelles informations disponibles rendent compte d'une croissance du commerce mondial en 1994 plus prononcée (+ 11,1 %) que ne l'indiquaient des chiffres déjà élevés. En contrepartie de cette révision optimiste du passé, l'année en cours déçoit. Les performances de croissance de l'activité et des échanges enregistrées en 1994 n'ont pas été renouvelées au premier semestre de 1995. Les progressions annuelles de 1994 à 1995 n'en seront certes que modérément affectées en raison des forts acquis légués par l'année 1994, qui s'est souvent terminée sur un rythme très rapide. Mais la pause qui s'est installée avec le printemps amoindrit les perspectives immédiates de croissance et, même si elle ne s'affirme que temporaire, pèsera sur les performances de l'année 1996.

La décélération de l'activité partagée par de nombreux pays depuis le début d'année 1995 a retardé la mise en phase des conjonctures nationales. Les désynchronisations persistent, même si elles concernent désormais plus les niveaux respectifs d'activité que les rythmes de croissance. C'est en effet en Europe et au Japon, régions en reprise au cours de 1994, que la déception est spécialement prononcée. Alors que les Etats-Unis restent, en dépit du ralentissement du début d'année, sensiblement au-dessus de leur niveau de production potentiel, les pays européens sont encore loin d'avoir rejoint ce niveau, qui paraît plus difficilement accessible que précédemment (graphique 1). Leur reprise, nourrie par le restockage, manque d'un deuxième souffle et le passage à une expansion moins vive mais régulière patine. Quant au Japon, il a connu récemment, plus qu'une pause, une rechute dépressive qui l'a de nouveau éloigné de sa production potentielle, dont le rythme de croissance tendanciel paraît s'être pourtant sensiblement réduit.

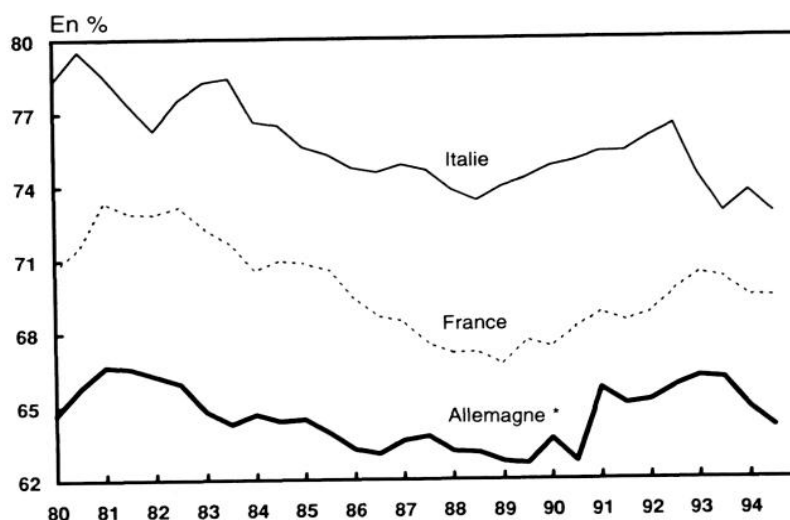
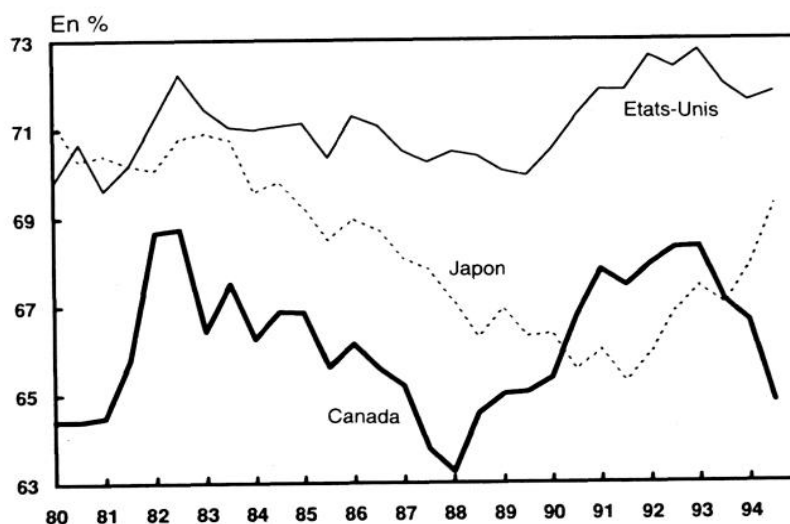


1. Rapport du PIB au PIB potentiel

Sources : OCDE, estimations et prévisions OFCE.

Le ralentissement, largement réparti, de l'activité au sein des pays de l'OCDE, voire d'autres régions comme l'Amérique latine, s'accompagne bien sûr, dans chaque cas, de facteurs spécifiques. Il n'en fait pas moins transparaître des facteurs communs, en dépit du fait que ces pays se situent à des moments différents du cycle conjoncturel. Le manque de dynamisme de la consommation et de ses perspectives est l'un d'entre eux, d'autant plus notable que l'amélioration des conditions de revenus, via l'emploi ou les salaires, ne suffit pas à lever d'emblée cet obstacle à la croissance (graphique 2). Aux Etats-Unis, les ménages ne sont pas les premiers bénéficiaires de la croissance, si bien que celle-ci, dynamisée par un comportement d'offre plus agressif, est menacée par un risque de sous-consommation latent. Le recours au crédit et la bonne tenue des revenus financiers en diffèrent la réalisation, mais la croissance américaine échappera difficilement à ce facteur interne d'essoufflement. En Europe, la reprise a suscité une amélioration des revenus salariaux d'intensité et de composition (la combinaison entre emploi et salaires) variables selon les pays. Mais, dans la plupart des cas, la propension marginale à consommer est restée faible et les comportements de précaution, qui avaient contribué à la

**2. Part du revenu disponible brut des ménages dans le PIB**



\* La série allemande concerne l'Allemagne unie à partir de 1991

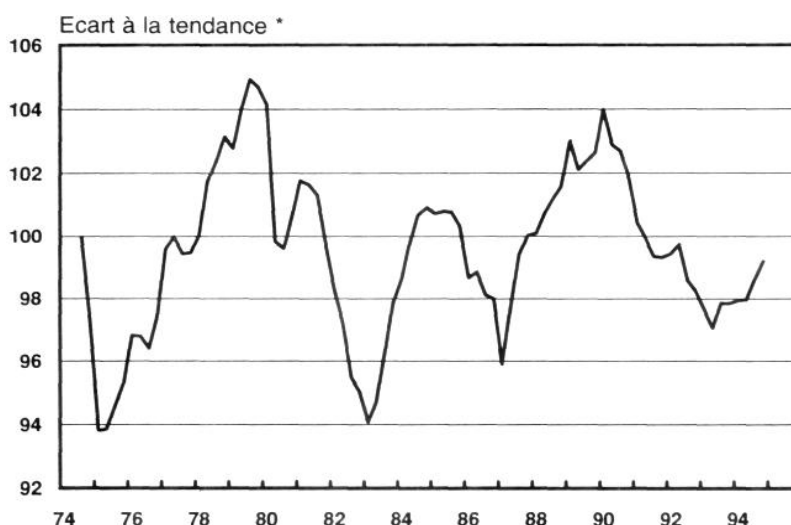
Source : OCDE.

gravité de la dépression de 1992-1993, ont fait retour, comme en témoignent les enquêtes de conjoncture communautaires du premier semestre. Tout se passe comme si les ménages ne croyaient guère à la reprise ! Des facteurs explicatifs immédiats, sources de troubles, comme les fluctuations monétaires, viennent à l'esprit. Mais la diffusion de ces comportements incite à rechercher des déterminants plus fondamentaux et communs aux différents pays en cause. Dans le contexte concurrentiel dessiné par la conclusion de l'Uruguay Round et par les efforts nationaux de compétitivité, l'internationalisation de la concurrence sur le marché du travail déstabilise les compromis sociaux nationaux et incite les entreprises à gérer les coûts salariaux comme levier d'ajustement privilégié. Même dans une phase de reprise, c'est sans doute une contrainte désormais davantage intériorisée par les ménages, qui peut les rendre d'autant plus circonspects à l'égard de leur situation future. Si on ajoute à cette contrainte potentielle sur les ressources les anticipations d'un alourdissement des prélèvements nécessité par la résorption annoncée des déficits publics et sociaux, la morosité répandue des ménages est compréhensible, car ce sont là des facteurs qui affectent peu ou prou nombre de pays. Dans une telle situation, la détente monétaire, nécessaire, peut ne pas suffire à débloquent la volonté de dépenses. Le recours facilité au crédit à la consommation, utile pour favoriser ce déblocage, peut s'avérer un expédient transitoire s'il vient buter sur la contrainte de revenu anticipée. C'est la consolidation d'une distribution plus équilibrée des revenus, assurée sur un horizon suffisant par la négociation entre partenaires sociaux, qui peut libérer la capacité de consommation des ménages et donner leur pleine portée aux incitations monétaires. Sans doute le problème social est-il aujourd'hui au cœur des hésitations de la croissance. Son traitement conditionne les perspectives globales d'activité.

En 1995, l'investissement productif est positivement orienté dans les pays de l'OCDE, en dépit du ralentissement de l'activité. Celui-ci n'a pas, jusqu'à présent, remis en cause la concrétisation (aux Etats-Unis) ou l'annonce (en Europe, voire au Japon) de projets d'investissement importants. Il est vrai, à en croire les enquêtes de conjoncture européennes sur l'investissement, que les entreprises paraissent avoir pris en compte la particularité de la période : leurs investissements ne privilégient guère encore l'extension des capacités et restent largement ciblés, sinon sur une stricte rationalisation, du moins sur l'adaptation de l'offre au contexte concurrentiel. La confirmation d'un faible dynamisme des demandes internes en Europe et au Japon empêcherait néanmoins la transformation de cet effort en une plus franche extension des capacités. L'incitation à investir souffrirait de la déficience de la demande perçue au moment où, dans la phase d'expansion d'un cycle conjoncturel « standard », ce facteur devient normalement décisif. Le cycle d'investissement global des pays de l'OCDE resterait à mi-chemin (graphique 3), un peu comme cela s'était passé en 1984-1985. Les incitations monétaires pourraient voir leur efficacité inhibée, dégénérant en une classique trappe à liquidités. Si le Japon est aujourd'hui à cet égard un cas extrême, il peut illustrer à l'excès une tendance plus répandue sous des formes plus bénignes. Les informations aujourd'hui disponibles sur les perspectives d'investissement ne permettent certes pas de considérer que le risque évoqué est réalisé. L'analyse de la situation ne permet pas non plus de considérer qu'il est négligeable.

Cette incertitude sur la solidité intrinsèque de la croissance des pays de l'OCDE reporte sur les autres économies l'espoir d'un soutien sans défaillance

3. Cycle  
d'investissement  
des pays  
de l'OCDE



\* La tendance est mesurée par une moyenne mobile sur 21 trimestres appliquée à la série de FBCF agrégée des pays de l'OCDE

Sources : OCDE, calculs OFCE.

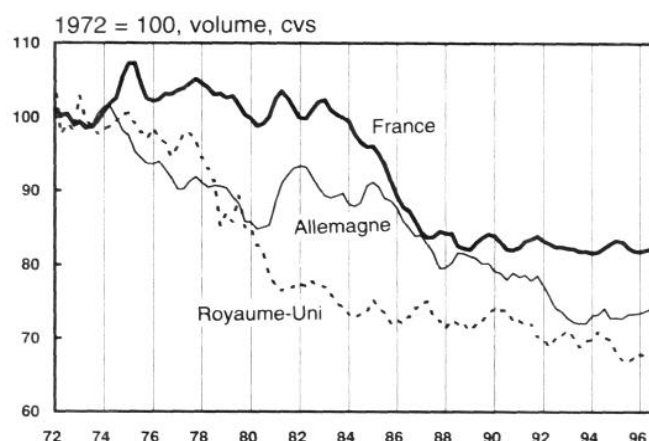
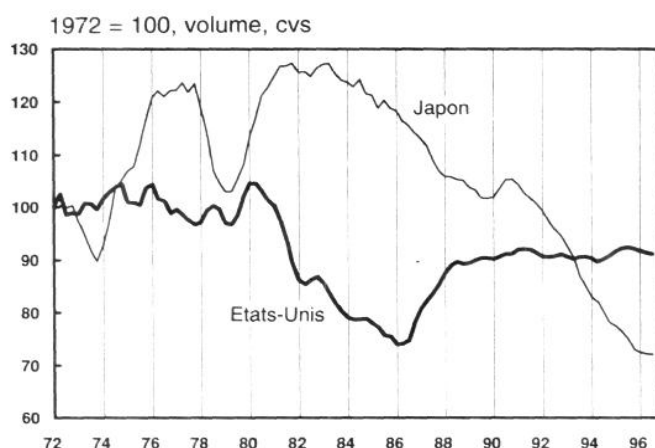
à l'expansion du commerce mondial. Depuis le début des années 1990, les économies en développement et en transition ont considérablement impulsé le développement des échanges. Cette contribution, prioritairement le fait des économies en cours d'industrialisation rapide, s'est progressivement généralisée, jusqu'à inclure des régions jusque-là en retrait (en Afrique sub-saharienne et au Moyen-Orient). La crise mexicaine va cependant conduire à plus de sélectivité. L'apport massif de capitaux en direction des régions hors-OCDE, qui a caractérisé les années 1991 à 1994, a révélé la capacité variable des pays d'accueil à absorber cet apport dans de bonnes conditions d'efficacité et de stabilité. La complémentarité des apports externes avec l'effort d'épargne nationale (plutôt que la substitution des premiers au second), l'efficacité des systèmes financiers nationaux, la capacité de la politique économique à concilier la gestion des entrées de capitaux avec un ancrage nominal réaliste du taux de change sont des critères auxquels les investisseurs privés et publics internationaux seront plus attentifs. Si l'ajustement mexicain s'est avéré brutal et rapide après la crise de la balance des paiements, il serait exagéré d'en conclure à un simple accident transitoire et à une reconstitution à l'identique des marges de manœuvre des politiques nationales de croissance. Ces considérations s'appliquent aussi aux économies en transition. Si des éléments de stabilisation de la conjoncture russe se font jour, ils auront du mal à se convertir en une reprise assurée tant que certains obstacles structurels n'auront pas été suffisamment traités. En ce sens, la clarification et la rationalisation du système financier russe, que va précipiter la récente crise de liquidités sur le marché interbancaire, est une étape obligée.

Ces perspectives incitent à évaluer avec prudence la contribution des zones hors-OCDE à la croissance des importations mondiales. Cette contribution restera évidemment très positive, mais les croissances « à deux chiffres » du volume des importations souvent enregistrées depuis le début des années 1990 ne sont peut-être plus autant de mise. En 1995, le fléchissement latino-américain suffira à freiner la croissance globale des importations de l'ensemble des zones hors-OCDE (+ 7,7 % contre 9,9 % en 1994), malgré la confirmation asiatique et un certain redressement africain. En 1996, cette croissance se redres-

serait un peu (+ 7,9 %), mais pour prendre un rythme plus soutenable que celui qui prévalait depuis le début des années 1990. Les pays de l'OCDE auraient tort d'escompter, comme débouché à leur offre, une satisfaction sans obstacle des besoins de développement de leurs partenaires du Sud et de l'Est.

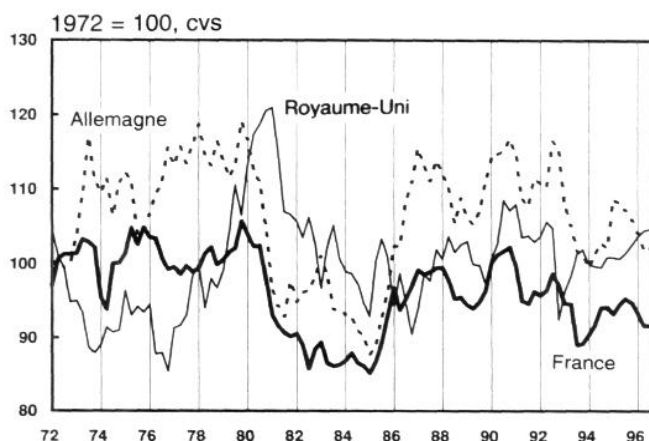
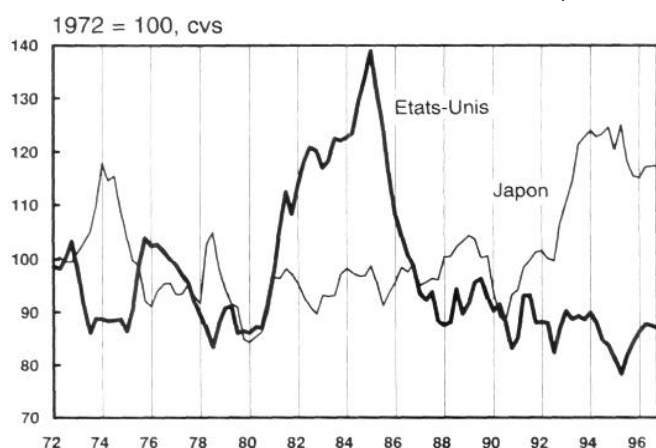
En moyenne annuelle, les importations mondiales et les demandes adressées aux grands pays ralentiront à la fois en 1995 et en 1996, après l'excellente performance de 1994. Ainsi le rythme de croissance des importations mondiales, de 11,2 % en 1994, descendrait-t-il à 9,8 % en 1995 et 6,7 % en 1996. C'est donc au cours de l'année 1995 que le ralentissement est le plus prononcé. Le ralentissement serait quelque peu plus marqué pour la demande adressée aux pays anglo-saxons, qui commercent beaucoup entre eux, en raison de l'entrée collective de ces pays dans une phase de repli conjoncturel et de la moindre demande en provenance du Japon. Le partage des marchés sera influencé par les mouvements de change passés et en cours. C'est en 1995 que les Etats-Unis bénéficieront le plus de la baisse acquise du dollar,

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



Sources : OCDE, estimations et prévisions OFCE.

#### 5. Prix relatifs à l'exportation de produits manufacturés <sup>(1)</sup>



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

Sources : OCDE, Bundesbank, calculs et estimations OFCE.

tandis que le Japon pourrait espérer une stabilisation de ses parts de marché seulement à l'horizon 1996. Pour l'Allemagne, l'amélioration de la compétitivité-prix, une fois absorbés les effets de la phase baissière du dollar, permettra aux exportateurs allemands de bénéficier pleinement de la confirmation de la phase ascendante du cycle d'investissement des pays européens. Les parts de marché allemandes, fortement déprimées en 1992-1993, continueront à se reconstituer progressivement (graphique 4). Le Royaume-Uni ne bénéficiera que maigrement de la nouvelle dépréciation de la livre intervenue depuis le début 1995. Les comportements de gonflement des marges à l'exportation ont largement absorbé, comme déjà en 1992-1993, cette dépréciation (graphique 5). Celle-ci ne permettra guère qu'une pause dans la tendance plutôt baissière des parts de marché.

### **... et handicapée par l'instabilité des taux de change et d'intérêt**

La normalisation de la situation monétaire et financière, sur le front des changes et des taux d'intérêt, est une condition nécessaire, sinon suffisante, à la confirmation de l'expansion internationale. L'excès de faiblesse du dollar a handicapé la capacité exportatrice du Japon et des pays européens. Dans certains de ces derniers (dont la France), les tensions sur les taux d'intérêt courts ont failli provoquer au printemps une nouvelle inversion de la structure des taux d'intérêt, ce qui a constitué, à contretemps du cycle conjoncturel, une menace directe pour l'activité. Certains comportements de dépenses, notamment de stockage, s'y sont vite avérés sensibles. Les nouvelles dépréciations enregistrées par les monnaies faibles de l'Europe ont suscité, dans les pays concernés, une inflation importée nettement plus affirmée que lors des précédents épisodes de dépréciation, qui mettaient fin à des périodes de surévaluation et qui intervenaient dans un contexte très déprimé. Ces résurgences inflationnistes ont pesé négativement sur le pouvoir d'achat des consommateurs nationaux.

La correction intervenue à l'été a remis les paramètres monétaires et financiers plus en concordance avec le moment actuel du cycle conjoncturel. Le redressement du dollar et la détente du yen s'accompagnaient d'un rééquilibrage intra-européen, avec le retour de la lire et de la peseta à des valeurs moins propices aux dérapages inflationnistes internes et à un excès de concurrence par rapport aux partenaires européens. Après les tensions du printemps, les taux courts nominaux se sont stabilisés ou ont décliné en Europe continentale.

Cette correction favorable doit être replacée dans une perspective plus longue, afin d'en apprécier la solidité et la capacité de résistance aux nouveaux soubresauts de septembre. Les forces fondamentales qui poussent à une dégradation de la valeur d'équilibre de long terme du dollar n'ont en effet pas cessé de jouer. Cette valeur d'équilibre est bien inférieure à la valeur correspondant à la parité des pouvoirs d'achat parce que pèse sur elle le poids des titres libellés en dollars accumulés par les créanciers des Etats-Unis. Ceux-ci vivent avec un déficit externe permanent, qui ne se résorbe pas en moyenne avec le déroulement complet du cycle conjoncturel. La valeur d'équilibre de long terme du dollar doit à la fois permettre d'écouler une offre plus dynamique (*via*



les exportations) et d'induire un déficit externe compatible avec l'attrait des investisseurs internationaux pour les titres libellés en dollars. Les deux arguments poussent aujourd'hui, toutes choses égales par ailleurs, à une dégradation de la valeur d'équilibre du dollar. De plus, le cheminement vers cette valeur de long terme risque de donner lieu à des phases de surréaction baissière répétitives tant que l'ajustement budgétaire n'est pas clarifié aux Etats-Unis et que l'instrument budgétaire n'est pas franchement utilisé pour contribuer à la résorption structurelle du déficit courant : si le budget n'est pas mobilisé comme instrument d'ajustement, tout le poids de l'équilibre macroéconomique porte à court terme sur le taux de change. La prise en compte de cette configuration par les anticipations des investisseurs internationaux et les arbitrages conséquents qu'ils pratiquent poussent à une dépréciation du dollar d'autant plus sensible qu'elle est nécessaire pour que l'espoir de réappréciation ultérieure rende une attractivité suffisante aux titres libellés en dollars.

Une telle phase de surréaction, précipitée par les craintes d'un excès d'émission de dollars dans le cadre du plan de soutien au peso mexicain, est intervenue sur la première moitié de l'année. Si elle a pris fin, ce n'est pas tant en raison des vertus retrouvées du dollar que de deux ensembles de facteurs :

— une configuration conjoncturelle plus favorable à court terme au dollar. Le haut niveau d'activité relatif des Etats-Unis, par rapport à l'Europe et au Japon, persiste plus qu'il n'était généralement anticipé et cette persistance s'inscrit dans l'évolution récente des taux d'intérêt nominaux à court terme. Ils sont restés en retrait des niveaux généralement anticipés par les marchés en début d'année, mais il s'agit d'une stabilisation aux Etats-Unis et d'un repli en Allemagne et, spectaculairement, au Japon. Les arbitrages à court terme redeviennent ainsi favorables au dollar. Par ailleurs, les taux d'intérêt nominaux à long terme, prenant mieux en compte la faiblesse fondamentale de l'inflation américaine, se sont plus sensiblement repliés, jusqu'à la mi-1995, aux Etats-Unis qu'en Allemagne. Les arbitrages sur les plus-values obligataires ont aussi joué de nouveau en faveur du dollar. Opportunément, les banques centrales ont mis à profit la nouvelle configuration conjoncturelle, qui démentait les anticipations courantes des marchés, pour la « crédibiliser » par une action commune plus affirmée. La durabilité de cette configuration ne saurait être cependant exagérée. Les nouvelles marges de baisse des taux courts paraissent désormais limitées en Allemagne et au Japon, tandis que les Etats-Unis devraient entrer dans une phase de détente des taux au fur et à mesure que le ralentissement de l'activité s'affirmera. Jusqu'au début de l'année 1996, la configuration sera favorable au dollar ; elle le sera moins après.

— des facteurs de nature plus structurelle jouant sur les deux autres pôles du système monétaire que sont le yen et le mark. On s'aperçoit mieux aujourd'hui que la course du yen vers les sommets n'était pas seulement la contrepartie de la faiblesse unilatérale du dollar mais qu'elle tenait aussi aux arbitrages des résidents japonais, liquidant leurs créances en dollars, quitte à contribuer ainsi à leur dévalorisation, afin de redorer leurs bilans affichés. La préférence pour la liquidité a propulsé le yen à la hausse. La conscience plus aiguë du seuil critique atteint par la crise du système financier nippon et de l'enfermement de l'économie japonaise, sous la contrainte des excès haussiers du yen, dans une dépression déflationniste ont conduit les autorités (japonaises mais aussi américaines) à forcer la voie à une parité plus raisonnable. Les injections de liquidité nécessaires au traitement de la crise de solvabilité des inter-

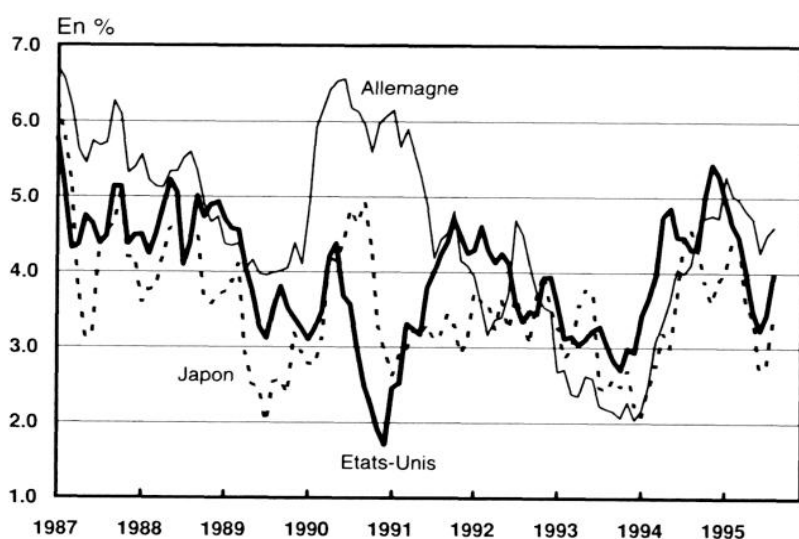
médiateurs financiers les plus fragilisés, les incitations à la diversification des placements à l'étranger en sont les moyens.

Dans le cas du mark, il s'agit d'autre chose. Les perspectives d'Union monétaire européenne sont désormais prises en compte par les opérateurs financiers. Sur un plan technique, des propositions d'échéancier précis sont avancées par le Livre vert de la Commission européenne, si bien que le processus projeté par le traité de Maastricht est en route, même si l'échéance décisive (le démarrage effectif de l'union monétaire et le passage à l'usage de l'Ecu pour une « masse critique » d'opérations monétaires et financières) n'intervient pas avant le début 1999. Politiquement, les incertitudes demeurent entières, car les péripéties économiques des dernières années ont laissé des traces profondes aussi bien dans les situations conjoncturelles comparées des candidats potentiels que dans les opinions publiques. Elles avivent les débats portant sur la relation entre union monétaire et souveraineté budgétaire ainsi que sur la gestion du rapport entre la monnaie unique et les monnaies des pays non admis ou non volontaires à l'union monétaire. Cette contradiction, entre engagement technique et incertitude politique, ne permet pas de conclure aussi aisément que le fait le Livre vert à la neutralité du passage à la monnaie unique. Parce que la future Banque centrale européenne n'aura rien à envier au modèle de la Bundesbank, le Livre vert considère que les qualités aujourd'hui reconnues au mark le seront *ipso facto* à la future monnaie unique <sup>(1)</sup>. Or, cette perspective n'est pas spontanément admise par les opérateurs des marchés. Les emprunteurs en monnaies européennes fortes (le mark et les monnaies qui lui sont de fait rattachées) se heurtent à de nouvelles contraintes dès lors qu'ils veulent s'endetter à une échéance portant au-delà du démarrage supposé de la monnaie unique. Il en résulte une pente accentuée de la courbe par échéance des taux allemands, lorsqu'on passe des taux à deux ans aux taux à cinq ans et au-delà. Dans cette situation particulière, cette ouverture de la structure des taux ne peut être assimilée d'emblée à un signe favorable à l'activité mais peut au contraire handicaper certaines opérations à horizon long.

Ce doute sur la neutralité du passage du mark à la monnaie unique se lit dans les évolutions récentes comparées des taux d'intérêt réels à long terme (mesurés certes à partir de l'inflation passée) entre Etats-Unis, Japon et Allemagne (graphique 6). Après leur pic de 1983-1984, les taux longs réels américains ont connu une tendance à la baisse, nette en dépit de ses irrégularités, qui culmine fin 1990, au moment même où les taux allemands et japonais, tirés à la hausse par les surchauffes affectant ces deux pays, sont bien plus élevés. Au cours des années quatre-vingt, les Etats-Unis ont enregistré le bénéfice d'une désinflation précoce, suffisamment assimilée par les agents pour limiter l'illusion monétaire, et d'une croissance moins gourmande en capital. Progressivement, cette configuration relative des taux d'intérêt s'est modifiée. La tendance baissière des taux américains s'est interrompue alors que les taux allemands et japonais se détendent dans la récession. Cette évolution

---

(1) « Sur les marchés financiers des monnaies participantes, la convergence économique et l'élimination de la prime de risque devraient conduire à un alignement des taux d'intérêt sur ceux de la monnaie ayant les plus bas. Ce mouvement précéderait le début de l'étape A et se poursuivrait après la décision de passage à la troisième phase de l'UEM. Les cours finaux s'ajusteraient sur le niveau que les opérateurs anticipent pour un titre libellé en monnaie unique », Livre vert, p.45.



6. Taux d'intérêt réels à long terme <sup>(1)</sup>

(1) Les taux longs réels sont calculés comme la différence entre les taux nominaux à 10 ans représentatifs et le glissement annuel de l'inflation

Sources : OCDE, calculs OFCE.

débouche, au-delà des fluctuations de très court terme, sur une structure relative des taux d'intérêt, tangible en 1993-1994, où les taux américains sont sensiblement supérieurs aux taux allemands et ceux-ci à proximité (mais plutôt au-dessus courant 1994) des taux japonais. C'est une situation compatible avec des anticipations de dépréciation réelle du dollar, encore plus contre le yen que contre le mark : lorsque les investisseurs internationaux arbitrent entre des titres libellés en différentes devises, ils cherchent à compenser les anticipations de dépréciation ou d'appréciation de ces devises par des écarts entre les rendements des titres correspondants. Enfin, la configuration de 1994 se modifie sensiblement début 1995. Le repli général des taux longs réels concerne nettement moins l'Allemagne que les Etats-Unis et le Japon, si bien que la relation d'ordre en est affectée : les taux américains restent supérieurs aux taux japonais mais sont désormais inférieurs aux taux allemands (environ 1 % d'écart à la mi-1995). C'est une présomption de l'existence d'une prime de risque à l'encontre du mark *via* les doutes sur la qualité de la future monnaie unique. Mais ce peut être aussi le reflet d'une inertie dans la prise en compte de la rapidité de la désinflation allemande.

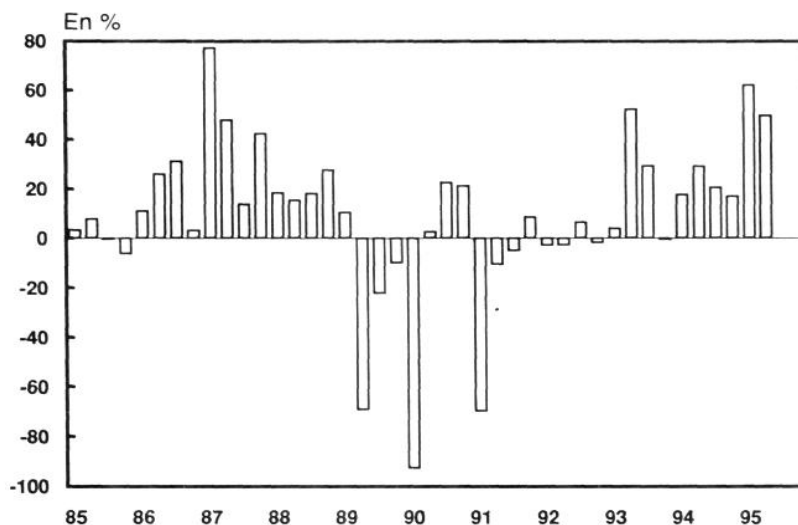
Ces facteurs nouveaux, qui jouent à l'encontre du yen et du mark, ne suppriment pas les facteurs fondamentaux qui entravent la capacité de redressement du dollar, au-delà des corrections de court terme. L'interférence de tous ces facteurs, qui jouent sur des horizons de temps différents, peut rendre la période sous revue particulièrement instable sur le front des changes. Le doute sur la neutralité du passage à la monnaie unique engendre de nouvelles réticences allemandes devant l'union monétaire. Lorsque ces réticences s'affirment publiquement, le mark, reconnu à nouveau comme une valeur sûre, repart à la hausse, comme à la fin septembre... Dans cette chronique, prenant en compte la configuration conjoncturelle plus favorable dans l'immédiat au dollar et le traitement plus décidé de la crise financière japonaise, on a supposé que le dollar poursuivrait son redressement contre le yen et le mark jusqu'au début de l'année prochaine (pour atteindre respectivement les cours de 110 yens et 1,6 DM). Ensuite, il se stabiliserait aux niveaux ainsi atteints, car la configura-

tion conjoncturelle lui serait moins favorable et car ces valeurs paraissent assez compatibles avec l'équilibre des forces contraires qui s'exercent sur chacun des pôles monétaires.

### **Le retour du Japon sur les marchés internationaux de capitaux est effectif mais volatil**

L'*Endaka*, c'est-à-dire la dérive haussière sans retenue du yen, a été vécue par les japonais comme un fléau venu de l'extérieur, le marché financier international sanctionnant le Japon pour le manque de vertu des Etats-Unis, peu empressés à réduire leurs déficits. A en juger par le gonflement des réserves de la Banque du Japon, cette dernière a moins péché par inertie que par impuissance face à la lame de fond imposée par les marchés des changes. Si l'on considère par exemple le montant de ses interventions au premier semestre, dernière période de vague spéculative haussière sur le yen, l'accroissement des réserves a neutralisé 55 % du déséquilibre né des échanges courants, sans pour autant contrecarrer l'appréciation de la devise nipponne qui s'est accrue de plus de 20 % entre mars et juin contre le dollar (graphique 7).

#### *7. Variation des réserves officielles en devises en pourcentage de l'excédent courant japonais*



Source : Banque du Japon.

L'intégration du marché mondial des capitaux ne permet pas de cerner aisément l'origine des arbitrages qui conduisent à la dérive d'une monnaie. Pourtant, il apparaît de plus en plus clairement que le premier créancier du monde est aussi le premier promoteur de la valorisation du yen. Car ce n'est pas tant le risque inhérent aux déséquilibres américains qui s'est accru que le degré d'aversion des investisseurs nippons face à ce risque. Et ce changement d'attitude tient essentiellement aux faiblesses intrinsèques du système financier nippon piégé dans la nasse de la déflation.

Un bref aperçu des arbitrages des principaux investisseurs nippons (banques et assurances) au cours de la dernière décennie suffit à mesurer l'ampleur des forces déstabilisatrices qu'ils ont mises en œuvre sur les marchés des

changes et des titres (graphique 8). Les récentes mesures adoptées par le gouvernement nippon confirment la prise de conscience par les autorités que la dérive du yen pouvait trouver une solution partielle dans la modification du mode de recyclage de l'excédent courant, faute de parvenir dans l'immédiat à sa réduction massive.

### 1. Les investisseurs nippons à l'étranger

Lorsque l'on parle d'investisseurs internationaux japonais, quels types d'institutions entend-on au juste ? L'étude des tableaux de financement du Japon montre que la détention de portefeuilles étrangers est essentiellement concentrée entre les mains des assureurs-vie, des fonds communs de placement et des banques privées. A la fin de 1993, sur un total de 73 trillions de yens de titres détenus sur l'étranger, 18,3 trillions (soit 25 % du total) étaient aux mains des assurances (à 80 % des assureurs-vie), 17,9 trillions (24,5 %) aux mains des fonds communs de placement, et 13,5 trillions (18,5 %) aux mains des banques commerciales. Ces trois types d'institutions sont, aujourd'hui, confrontés à un problème de rendement lié, d'une part, à la baisse des rendements et de la demande de financement sur le marché intérieur, d'autre part à la montée des créances douteuses à rendement nul. La faiblesse des revenus sur les actifs rend de plus en plus difficile le respect de leurs engagements. Cette crise est, de plus, exacerbée par le repli de l'épargne liquide des ménages japonais sur les institutions publiques (organismes postaux) et par la fonte des plus-values latentes sur le portefeuille d'actions que les institutions financières détenaient.

#### 1. Structure de l'actif des banques japonaises

	Part des titres dans l'actif En %	Structure du portefeuille					En cours en milliards de dollars des titres étrangers
		Obligations d'État	Obligations municipales	Obligations privées	Actions	Titres étrangers	
1981	17,3	36,3	14,8	25,8	17,6	3,3	6,6
1985	15,4	28,1	9,9	25,3	20,4	12,7	36,2
1989	16,6	27,8	6,3	20,7	24,7	13,5	105,8
1990	17	24,2	5,8	19,9	27,6	14,8	137,6
1991	16,5	23,2	5,9	21	30,5	13,2	124,5
1992	16,2	23	5,9	22,3	31,4	12,6	119,9
1993	16,4	23,8	6,3	21,9	31,4	12,1	132,9
1994	16,5	22,9	7	20,4	34,2	11,5	139,6
mi-1995	17,1	23,3	8,7	19,3	34,1	10,4	153,3

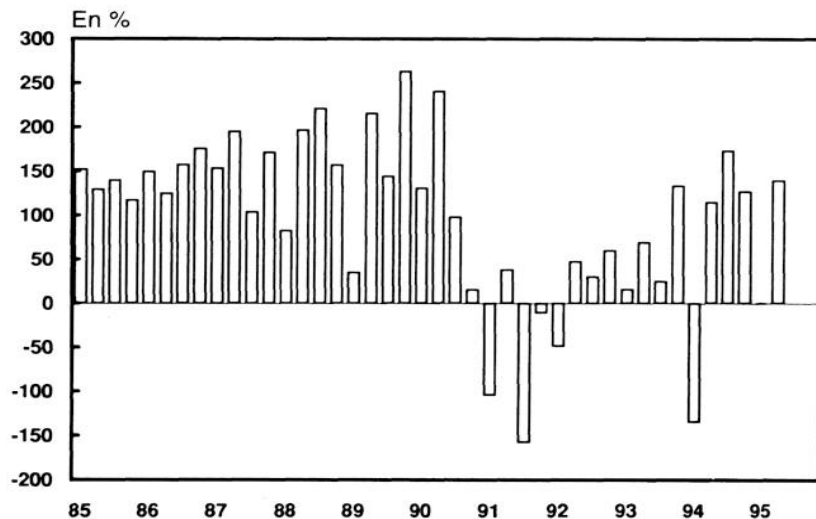
Source : Banque du Japon.

2. Structure de l'actif des assurances-vie japonaises

	Part des titres dans l'actif En %	Structure du portefeuille					Encours en milliards de dollars des titres étrangers
		Obligations publiques	Obligations municipales	Obligations privées	Actions	Titres étrangers	
1981	31,2	8,2	9	16,7	55,2	11	5,1
1985	36,4	13,6	4,3	15,2	40,7	25,7	23,5
1989	45,5	10,1	1,5	7,5	44,9	33,9	118,6
1990	45,1	7,7	1,2	8,1	48	30	128,8
1991	44,1	8,4	1	9	49,8	28,4	136,1
1992	42,9	13,1	1,2	9,2	47,5	26,4	138,7
1993	43	17,4	2,1	9,7	45,8	21	135,1
1994	43,6	22,2	3,3	12	44	15,4	117,2
mi-1995	44,9	26	3,9	11,3	41,1	14,6	138,6

Source : Banque du Japon.

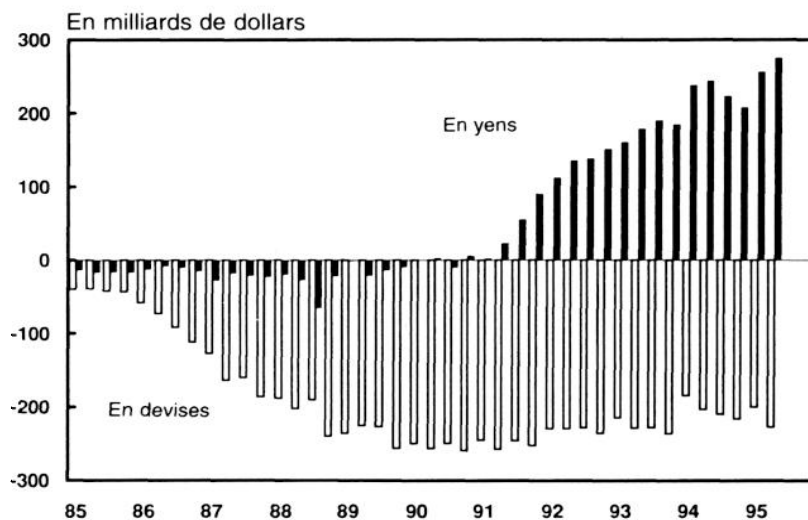
8. Sorties nettes de capitaux à long terme en pourcentage de l'excédent courant japonais



Source : Banque du Japon.

Durant les années quatre-vingt, les investisseurs nippons (encadré 1) ont développé les investissements à risque (actions et titres de portefeuille étrangers). La quête de hauts rendements a favorisé l'internationalisation de leurs portefeuilles, dont un tiers était détenu en titres étrangers à la fin de 1989 au lieu de 10 % au début de la décennie quatre-vingt. Cette demande de titres, essentiellement libellés en dollars (à 80 % environ), par les assureurs-vie, les banques et fonds de placement collectifs, a compensé le déséquilibre induit sur le marché des changes par le gonflement de l'excédent nippon. Les investis-

seurs privés acceptaient la prise de risque sur le dollar en devenant détenteurs, en dernier ressort, des balances dollars nées du déficit américain. Ce désir de détention d'actifs libellés en dollars a même dépassé de loin le montant dont les résidents japonais se trouvaient naturellement détenteurs par le jeu du gonflement de l'excédent courant. Durant cette période, les banques ont appuyé cette volonté d'accroître la détention d'actifs à haut rendement en empruntant la devise américaine sur le marché interbancaire. De ce fait leur position en devises vis-à-vis du reste du monde s'est fortement détériorée, les banques étant nettement débitrices vis-à-vis de l'étranger (graphique 9). Cette exposition au risque de change a de surcroît été encouragée par le gonflement des plus-values boursières latentes, en particulier dans la seconde moitié des années quatre-vingt. A la mi-1989, les principales sociétés d'assurance-vie nipponnes disposaient de 45 trillions de yens de plus-values latentes (écart entre la valeur de marché et la valeur comptable des actions), confortable matelas, qui stimulait bien des audaces.



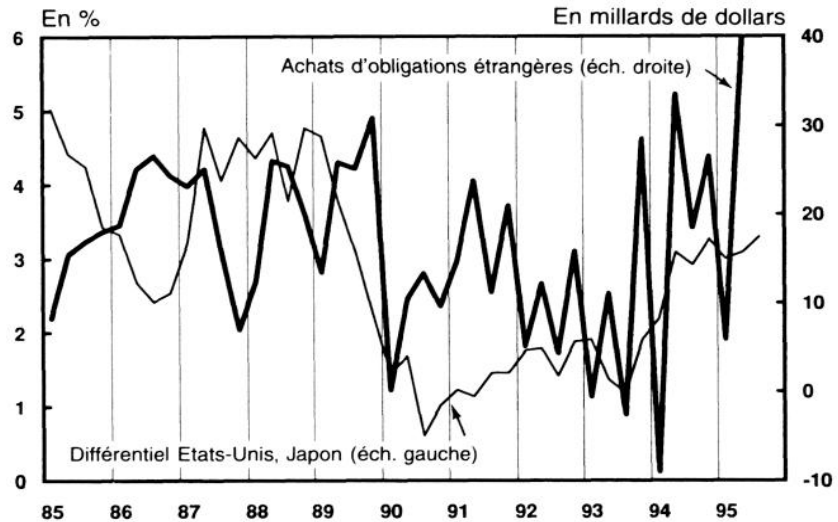
9. Position monétaire extérieure en yens et en devises des banques japonaises

Source : Banque du Japon.

Déflation et crise du système financier ont attisé l'aversion au risque des grands investisseurs nippons. Le désir de détention d'actifs libellés en dollars s'est érodé très nettement au tournant de la décennie quatre-vingt-dix. Les détenteurs nippons de dollars ont préféré s'en déposséder plutôt que de les prêter en encourageant un risque de change. En avril 1995 le portefeuille en titres étrangers des assureurs-vie nippons représentait moins de 15 % de leur portefeuille total, retrouvant une proportion voisine de celle du début des années quatre-vingt. L'évolution de cette structure est évidemment largement tributaire de la dépréciation du dollar et, avec elle, de la valeur comptable de ces titres. Cependant, l'encours des titres étrangers, même exprimé en dollars, s'est légèrement érodé en niveau absolu de la fin de 1990 à la fin de 1994 alors qu'il avait littéralement explosé durant la décennie précédente. De leur côté, les banques, soumises à une moindre demande de dollars de la part des investisseurs nippons, et désireuses de ne pas accroître leur exposition en devises étrangères, ont considérablement accru leurs avoirs en yens sur l'étranger.

Aujourd'hui, les assureurs-vie japonais traversent, comme les banques, une grave crise de rentabilité. Le coût de leurs ressources (conditionné par le taux de rendement que garantissent les contrats d'assurance) est devenu inférieur au rendement de leur actif. La déflation a ramené les rendements de leur actif intérieur à des niveaux très bas, tandis que l'appréciation du yen a dévalorisé le rendement de l'actif détenu sur l'étranger. Et la réalisation des plus-values latentes (estimées à 5 trillions de yens début 1995) ne permet plus aujourd'hui de combler cette marge négative. Principaux investisseurs sur titres, les assureurs sont donc contraints et maintenant incités par les mesures gouvernementales de déréglementation à acquérir des titres étrangers ou en euro-yens, à plus fort rendement que les placements nationaux. Ce revirement a été un moteur essentiel de la remontée du dollar face au yen durant l'été. Le creusement de l'écart des taux avec l'étranger a dégagé une prime de risque apparemment incitative si l'on en juge par la reprise des sorties de capitaux depuis un an (graphique 10). Cette tendance n'empêche pas certains coups d'accordéon.

**10. Achat brut d'obligations étrangères par les résidents japonais et différentiel de taux d'intérêt à long terme avec les Etats-Unis**



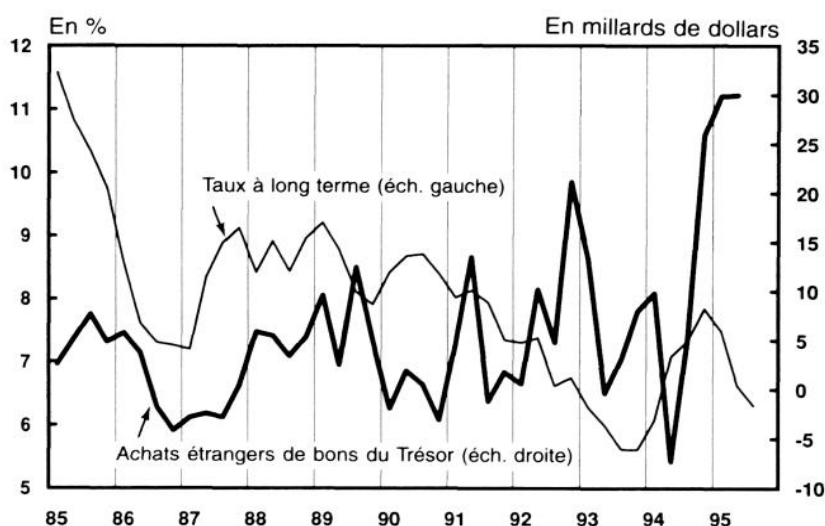
Sources : Banque du Japon, OCDE.

Jusqu'ici, les assureurs-vie nippons étaient réputés être des investisseurs stables, intéressés par les coupons courus sur obligations ou les dividendes perçus sur actions, moins soucieux, de ce fait, des plus ou moins-values sur le principal. La précarité de leur rentabilité financière a modifié ce comportement. L'écart entre le rendement de leur actif et de leur passif les conduit de plus en plus à réaliser des plus-values pour assurer leurs échéances et présenter des résultats qui confortent leur crédibilité. De là, les embardées connues par les flux de capitaux aux premiers trimestres de 1994 et 1995, durant lesquels les ventes massives des investisseurs nippons ont amplifié la dépréciation du dollar. La tendance au retour des investisseurs japonais sur le segment long des marchés internationaux n'est pas pour autant remise et cause et va en s'amplifiant depuis le début de l'été. Mais la plus grande volatilité des flux nippons peut encore provoquer des crises sporadiques sur les marchés des changes. Et la préférence pour les monnaies stables, comme le deutsche mark, peut exacerber les tensions au sein du SME.



Les hypothèses de change retenues dans cette chronique sont vulnérables à la volatilité qui affecte les flux de capitaux. Le retour à une parité considérée d'équilibre de 110 yens et 1,6 deutsche mark pour un dollar ne se fera pas sans heurts.

Le marché obligataire américain a bénéficié depuis la fin de 1994 d'achats massifs de titres publics par les non-résidents (graphique 11). Cet attrait pour les bons du Trésor a pris une ampleur sans précédent au cours du second trimestre 1995. Les achats étrangers ont atteint plus de 55 milliards de dollars, record historique, et ont plus que couvert le besoin de financement de l'Etat fédéral (les résidents étant vendeurs nets de bons du Trésor). Certes, près de 46 % de ces achats résultent des interventions des banques centrales japonaise et européennes afin de contenir la dépréciation de la devise américaine. Le chiffre exorbitant du second trimestre ne traduit pas de ce fait exclusivement des prises de position volontaires de la part des investisseurs étrangers non institutionnels. Les achats de ces derniers n'en sont pas moins considérables depuis trois trimestres et atteignent également des proportions historiquement élevées.



11. Achats non officiels de bons du Trésor américains par les étrangers et taux d'intérêt à long terme

Sources : Federal Reserve, OCDE.

Il est probable que ces prises de position massives, vraisemblablement couvertes, compte tenu de l'orientation baissière du dollar, ont amplifié la remontée des cours obligataires sur le marché américain. Mais ces afflux massifs, destinés à engranger des plus-values sur titres anticipées dans le contexte de ralentissement de l'activité américaine, portent en germe des prises de bénéfice, potentiellement d'autant plus déstabilisantes pour les taux d'intérêt à long terme que l'engagement a été important. La remontée transitoire des taux longs durant l'été (de l'ordre d'un demi-point) est probablement attribuable à cet élément. Ces éléments externes incitent donc à penser qu'il y a une composante non négligeable de surréaction dans la forte décline des taux longs américains depuis le début de l'année, et que des épisodes correcteurs sont susceptibles de contrarier la tendance baissière inscrite sur l'horizon de la prévision.

L'impact sur les taux de change de l'afflux de capitaux en direction des Etats-Unis est moins aisément décelable. A considérer l'évolution du dollar au cours des six premiers mois de l'année, il est probable que, si les non-résidents ont accepté de recycler l'excédent d'offre de dollars né du déficit commercial américain principalement sous forme de titres de dette publique, ce n'est qu'au prix d'une couverture à terme génératrice de ventes au comptant de la devise américaine. Il n'est donc pas exclu que l'épisode haussier du dollar durant l'été ait été amplifié par le dénouement des contrats à terme. Là encore, comme pour les taux d'intérêt, la volatilité des mouvements de capitaux promet quelques retours de flamme perturbateurs.

## **Les Etats-Unis : une expansion qui teste ses limites**

### ***Début 1995, les producteurs tâtonnent pour ajuster leur offre à une croissance qui s'infléchit...***

Les Etats-Unis enregistrent, sur la première moitié de 1995, un rythme de croissance (2,8 % en taux moyen semestriel annualisé) encore supérieur à leur rythme potentiel, mais bien en-deçà des performances trop brillantes de la fin 1994. Cet infléchissement apparaît beaucoup plus progressif lorsqu'il est perçu à partir de chiffres semestriels qui lissent les à-coups trimestriels : le taux de croissance semestriel du PIB accélère en 1993, plafonne en 1994 à un niveau élevé (4,2 % en taux annualisé) avant de décélérer. Les Etats-Unis confirment leur passage de la phase d'expansion (une croissance supérieure à son rythme potentiel qui amène aussi le niveau de l'activité au-dessus de son niveau potentiel apparent) à la phase de blocage du cycle conjoncturel. Dans cette dernière phase, les bornes supérieures de l'activité et de la croissance sont testées. Elles peuvent s'avérer plus souples que ne l'anticipait une extrapolation conservatrice des capacités de production, en raison par exemple de gains structurels de productivité qui desserrent les tensions sur l'offre au fur et à mesure qu'elles s'affirment. En ce cas, la croissance peut continuer pendant plusieurs trimestres à un rythme élevé et le niveau de production rester supérieur au niveau potentiel apparent, correspondant à un degré d'utilisation des facteurs de production compatible avec la stabilité de l'inflation. Une telle situation, que connaissent aujourd'hui les Etats-Unis, amène à relativiser le terme de blocage utilisé pour qualifier la phase présente du cycle. La faiblesse de l'inflation américaine, inhabituelle pour cette phase, *a fortiori* dans un contexte de dollar baissier, en est l'indice.

Les composantes de la demande connaissent des décalages dans leur déroulement cyclique. Au premier trimestre 1995, les dépenses des ménages les plus sensibles à l'élévation des taux d'intérêt ont nettement accusé le coup en diminuant. Il en est ainsi pour l'investissement résidentiel et pour la consommation de biens durables. L'affaiblissement de la demande des ménages a été compensée par la vigueur de l'investissement productif. Celui-ci a, en effet, encore bénéficié d'un environnement favorable : une hausse des profits pour le quatrième trimestre consécutif, une nouvelle augmentation du taux d'utilisation des capacités de production, une stabilisation du coût des emprunts. La contre-

partie de la forte croissance de l'investissement est la diminution régulière du taux d'autofinancement des entreprises, qui tombe à 75,2 % au premier trimestre.

La croissance du premier trimestre a également pâti de la baisse de la contribution nette du commerce extérieur. Les exportations de biens et services ont fortement ralenti, notamment en raison des hésitations de la croissance, ou de francs replis chez différents partenaires commerciaux. En revanche, les importations de biens et services n'ont que peu infléchi leur rythme de progression par rapport à la tendance des trois dernières années, témoignant de la vulnérabilité confirmée de l'offre à la pénétration étrangère. Le relais de la demande intérieure par la demande étrangère n'a pas joué comme attendu en ce début d'année, et il ne devrait désormais guère se faire sentir avant 1996, si l'on en croit les perspectives de demande adressée à l'économie américaine.

Le résultat du premier trimestre (+ 0,7 % pour le PIB par rapport au quatrième trimestre 1994) reste compatible avec la perspective d'un atterrissage en douceur du cycle américain. Mais le destin de ce dernier devient de plus en plus sensible au maintien du dynamisme des dépenses des entreprises, dont le comportement cyclique, aujourd'hui comme hier, est à la fois ample et retardé. L'impact de leurs fluctuations en est, dans le moment présent, d'autant plus important. Ainsi, au second trimestre 1995, le ralentissement de la FBCF productive explique les deux tiers de celui du PIB (qui progresse de 0,3 % par rapport au premier trimestre). A cette contribution affaiblie de l'investissement, il faut ajouter le déstockage massif qui vient corriger les excès passés de stockage.

Les tâtonnements des producteurs dans la définition de plans d'offre adaptés manifestent le fait que, pour eux, le passage de la phase d'expansion à la phase de blocage n'est pas d'emblée transparent. En 1993-1994, le comportement de stockage s'est adapté sans excès apparent à une demande en croissance rapide : le ratio des stocks aux ventes n'a atteint son creux, fin 1994, que tardivement après la reprise de l'activité. Les producteurs et commerçants ont été d'autant plus surpris par l'inflexion négative du rythme de croissance depuis la fin de l'année 1994 : une constitution de stocks apparemment normale s'est trouvée très vite inadaptée au nouveau rythme de l'activité, si bien que les ratios de stocks se sont redressés. L'ajustement est alors rapide, d'autant que le regain de consommation du second trimestre le facilite. Mais cette correction non anticipée, de nature transitoire, ne peut être prise pour la nouvelle orientation conjoncturelle de l'activité. On peut interpréter ainsi le fait qu'elle n'ait pas été annoncée par l'indicateur avancé à horizon long du CIBCR <sup>(2)</sup> et qu'elle l'ait été au dernier moment par l'indicateur composite avancé du Département du commerce.

Une fois dépassés ces problèmes d'ajustement de court terme, comment envisager l'orientation fondamentale de la consommation privée et la réactivité des dépenses des entreprises à la perception qu'elles en ont ?

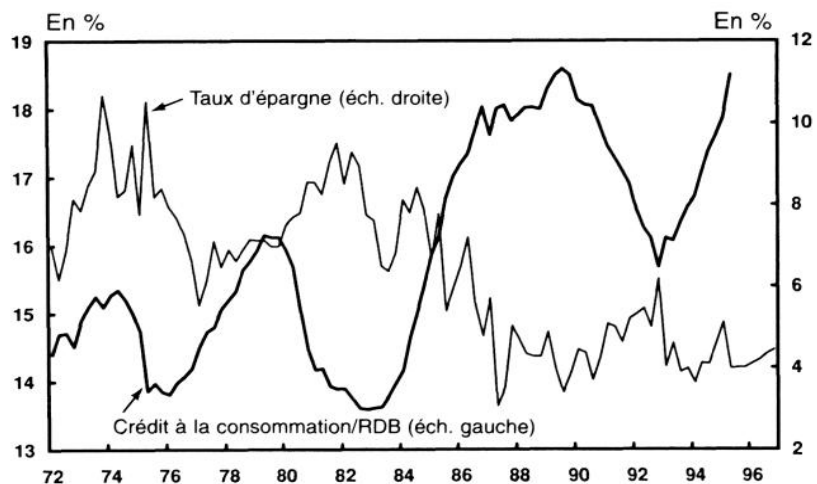
---

(2) Le CIBCR est le « Center for International Business Cycle Research » de l'Université de Columbia.

**... mais qui reste tirée par un endettement encore soutenable des ménages**

Au second trimestre, la consommation a bien rattrapé le terrain perdu au premier trimestre : le doublement de son rythme de croissance tient au retour à une progression positive des biens durables et à une forte progression des services, à l'image du quatrième trimestre 1994. Ce résultat a été obtenu en dépit d'une baisse du revenu disponible réel, pour la première fois depuis deux ans. Ce revenu a doublement souffert de l'accélération modérée de l'inflation et de la décélération des revenus salariaux : les effectifs salariés et les gains horaires moyens ont moins progressé, tandis que le temps de travail hebdomadaire a diminué. L'intéressement et les primes ont aussi été affectés négativement. La pression fiscale sur ces revenus moins dynamiques s'est alourdie. Les ménages ont puisé dans leur épargne et recouru à l'endettement pour satisfaire leurs besoins de consommation. Le taux d'épargne est ainsi tombé en un trimestre de 5 % à moins de 4 % tandis que l'encours de crédit à la consommation passait de 17,9 % du revenu disponible brut nominal à 18,5 % (graphique 12).

**12. Encours de crédit à la consommation et épargne rapportés au revenu disponible brut aux Etats-Unis**



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

Le soutien de l'activité par la consommation joue donc encore fortement avec une croissance en moyenne semestrielle (annualisée) de 2,8 % au premier semestre 1995 contre 3,2 % au second semestre de 1994. Ce rythme, même plus modéré, dépend de plus en plus fortement du recours des ménages à l'endettement. Depuis le premier trimestre 1993, le rythme de progression trimestrielle du crédit à la consommation va en s'accéléralant. En moyenne, sur les dix trimestres allant du début 1993 à la mi-1995, le rythme est de 2,8 % (11,5 % en taux annualisé). Lorsque l'on s'attache au rapport du crédit à la consommation au revenu disponible brut, la tendance fortement haussière reste tout à fait comparable à des expériences antérieures (entre 1976 et 1979 et entre 1983 et 1990). Mais elle part, au quatrième trimestre 1992, d'un niveau d'endettement supérieur de deux points au point bas du quatrième trimestre 1982. Certes, l'ef-

fort de désendettement après le pic de la fin 1989 est un peu plus important que celui réalisé entre 1979 et 1982, et ce désendettement partiel a donné un coup de pouce bienvenu à la reprise économique. Il laisse cependant les ménages dans une situation financière moins solide par rapport aux standards passés, limitant ainsi leur marge d'endettement futur sous l'hypothèse que le niveau de 18,5 %, jugé critique au vu de l'expérience de la fin des années quatre-vingt et de nouveau atteint au second trimestre 1995, ne sera pas dépassé. Toutefois, à l'horizon de 1996, les risques d'un retournement brutal du comportement d'endettement et de consommation des ménages, qui mettrait en cause un atterrissage en douceur de l'économie, sont limités par des évolutions des taux d'intérêt qui les concernent, relativement favorables par rapport à celle des *Fed Funds* (encadré 2).

## 2. Un environnement financier plutôt incitatif à l'endettement des ménages

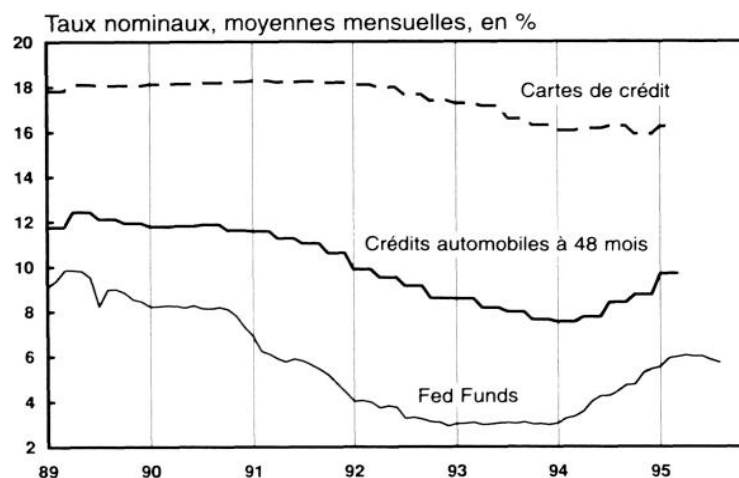
La progression continue de l'endettement des ménages américains peut se justifier aujourd'hui par le caractère relatif de la cherté des crédits auxquels ils peuvent accéder. En effet, la répercussion de la hausse des *Fed Funds* sur les taux d'intérêt correspondants est restée limitée :

— entre le début 1994 et le début 1995, l'écart entre les taux sur le crédit automobile à 48 mois et les *Fed Funds* s'est réduit d'un demi-point. L'augmentation des taux sur le crédit automobile s'est faite avec un léger retard en ne s'amorçant véritablement qu'à partir de juillet 1994. Entre janvier 1994 et mars 1995, ces taux ont progressé d'un peu plus de deux points contre presque trois points pour les *Fed Funds*. De plus, ils restent largement en deçà du niveau de la fin des années quatre-vingt, bénéficiant de la baisse acquise sur 1991-1994. Il reste donc une marge de manœuvre à la hausse pour ces taux. Compte tenu de l'amorce de baisse des *Fed Funds*, il n'est pas impossible que cette marge de manœuvre reste inutilisée, plafonnant ainsi les charges d'intérêt liées à ce type d'endettement et évitant une détérioration de la solvabilité des ménages. En termes réels, du fait d'une inflation moins forte aujourd'hui, leur niveau est cependant semblable à celui de mars 1991 (environ 7 %). A l'époque, ce niveau était jugé prohibitif et freinait la reprise en retardant le recours à l'endettement. Aujourd'hui, son impact est modéré par les facilités de paiement accordées par les constructeurs automobiles qui cherchent à écouler les stocks des vieux modèles et à stimuler les ventes des nouveaux.

— alors que sur la fin des années quatre-vingt et le tout début des années quatre-vingt dix, le taux servi sur les cartes de crédit n'avait que peu bougé, évoluant dans une marge étroite autour de 18 %, la baisse modestement amorcée début 1992 s'est par la suite confirmée au moment où les *Fed Funds* commençaient à se stabiliser. Entre 1992 et 1994, ce taux a perdu deux points (un point pour les *Fed Funds*). Sur 1994, il s'est d'abord inscrit sur un mouvement haussier simultané à celui des *Fed Funds*, pour en décrocher à l'automne 1994 avant de corriger, début 1995, cette dernière baisse surprenante. Finalement, en mars 1995, son niveau est juste supérieur au niveau du début 1994 mais deux points au-dessous de celui du début 1991. L'insensibilité de ce taux aux mouvements des *Fed Funds* est préjudiciable à l'endettement et à la consommation lorsque les *Fed Funds* sont sur une tendance décroissante. Mais, dans le contexte d'une politique monétaire plus restrictive, l'acquis de la baisse sur les deux dernières années et la stabilisation à 16 % justifient, dans une certaine mesure, le mode d'usage des cartes de crédit par les ménages américains. La diffusion et la dispo-

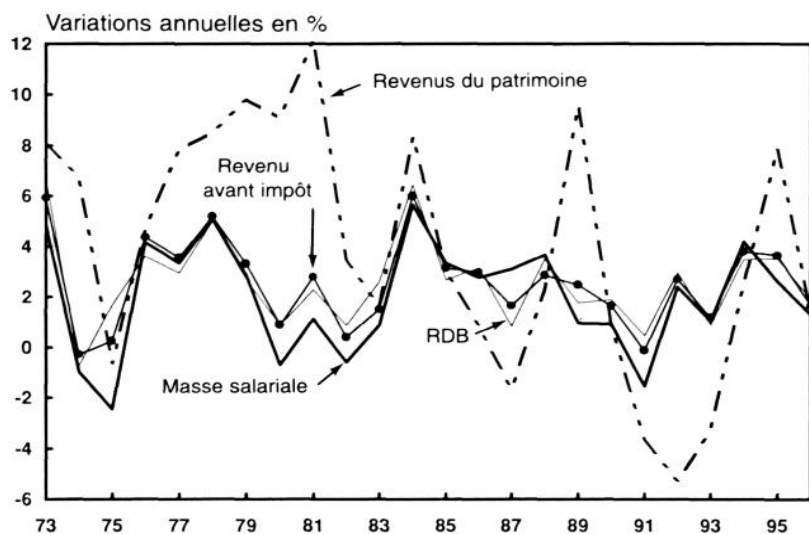
nibilité de ce moyen de paiement sont telles que le niveau admissible d'endettement peut s'être déplacé vers le haut. Les consommateurs américains fondent une part croissante de leurs dépenses sur des ressources virtuelles. Tant que le marché du travail crée emplois et revenus, la solvabilité des consommateurs n'est pas remise en cause. Mais dès que les comptes bancaires ne sont plus alimentés avec la même intensité, les échéances mensuelles deviennent plus douloureuses à régler. L'augmentation récente, au second trimestre 1995, du taux des défauts de paiement sur les cartes de crédit est le premier clignotant à s'allumer. Contrairement à la fin des années quatre-vingt, la situation financière des banques est bien sûr aujourd'hui beaucoup plus solide. Elles ont ainsi une capacité d'absorption des défauts de paiement plus développée. Aussi bien les entreprises que les ménages ont encore un accès aisé au crédit sans effet d'éviction d'un groupe envers l'autre.

*Comparaison  
des Federal  
Funds  
et des taux  
d'intérêt sur  
les crédits de  
consomma-  
tion aux  
ménages*



Sources : Federal Reserve Bulletin, Survey of Current Business.

Si le profil retenu pour 1995 et 1996 ne va pas jusqu'à révéler un phénomène subit de sous-consommation, il signifie néanmoins l'adaptation à une contrainte plus serrée et mieux perçue de revenu (graphique 13). La consommation progressera de l'ordre de 3 % en moyenne annuelle sur 1995 et de 1,6 % sur 1996. En cours d'année 1996, sa progression se calera sur un rythme annuel de 1,2 %, médiocre par rapport aux années précédentes. Plusieurs facteurs justifient une telle évolution. L'inflation, restant faible, n'empêchera pas une progression modeste mais positive du pouvoir d'achat des ménages. De son côté, l'emploi ne devrait pas être pénalisé par une substitution du capital au travail trop forte, dans la mesure où c'est plutôt la durée du travail qui devrait s'ajuster. La productivité respectera désormais son cheminement cyclique traditionnel : compte tenu de l'acquis constitué par la très forte progression du deuxième trimestre, elle souffrira seulement début 1996 de l'ajustement lent de l'emploi. En moyenne annuelle, sa progression passera de 0,9 % en 1995 à 0,5 % en 1996. L'évolution plutôt optimiste de l'emploi concourt, dans la foulée des années précédentes, à un partage relativement équitable de la valeur ajoutée entre profits et salaires globaux, même si la capacité de l'économie américaine à créer de nouveaux revenus va en s'affaiblissant. Le pouvoir d'achat de la masse salariale pourrait progresser de 2,6 % et 1,3 % respective-



13. Evolution du revenu disponible brut réel des ménages et de certaines de ses composantes aux Etats-Unis

Sources : Survey of Current Business, prévisions OFCE.

ment en 1995 et 1996 contre 4,2 % en 1994. Aux revenus du travail, il faut ajouter les revenus du patrimoine qui devraient profiter de la bonne santé de la Bourse et du marché obligataire américains. Quant aux transferts et aux prélèvements, leur évolution future dépend des choix budgétaires qui seront votés pour l'année fiscale 1996. L'orientation actuelle repose sur une contraction des dépenses associées à différentes catégories de transferts et de crédits d'impôt et sur une augmentation de certaines primes d'assurance qui majorera le poste cotisations sociales. Les propositions de simplification du régime fiscal sont nombreuses mais tournent toutes autour de l'idée d'une taxation de la consommation plus forte afin de motiver l'épargne. Le pas de la réforme fiscale massive de même que celui de la réforme du système de santé sera difficilement franchi avant l'échéance présidentielle de 1996. On ne peut analyser leur impact qu'au travers des anticipations que ces projets génèrent. A l'horizon 1996, compte tenu des délais qui existent entre la proposition, l'adoption et l'application de telles mesures, l'impact sur la consommation devrait rester limité, même si la confiance des consommateurs s'en trouve éventuellement amoindrie.

### **La double contrainte externe et publique borne les perspectives d'expansion...**

Le commerce extérieur ne contribuera guère, sinon pas du tout, à la croissance d'ici la mi-1996. La vive progression de la pénétration étrangère persiste d'autant plus que le ralentissement de la demande intérieure est progressif. La faiblesse du dollar était pourtant un facteur propice à de meilleures performances à l'exportation, peu tangibles sur la première partie de l'année 1995 malgré le regain du second trimestre. En fait, le dollar n'est pas faible vis-à-vis de tous les partenaires commerciaux des Etats-Unis et sa dépréciation effective est restée limitée. L'affaiblissement des perspectives de croissance chez beaucoup de ces partenaires minore le rendement de la compétitivité des prix américains.

Si la déception porte sur la contribution du commerce extérieur à la croissance, elle concerne aussi la balance commerciale. La chute libre du peso mexicain et l'ajustement brutal qu'elle a suscité chez le voisin du Sud a inversé, en faveur du Mexique, le solde commercial bilatéral. Par ailleurs, les négociations commerciales avec le Japon ont certes évité l'imposition de droits de douane, mais la menace de cette mesure a gonflé temporairement les importations américaines d'automobiles de luxe japonaises en mars 1995. Depuis, le solde bilatéral avec le Japon s'améliore progressivement, passant d'un déficit de 6,1 milliards de dollars en mars 1995 à 5,1 milliards en juillet 1995, soit une réduction de 17 % en valeur. Ce succès vis-à-vis du Japon se trouve néanmoins relativisé par le gonflement du déficit avec la Chine qui représente le deuxième plus gros déficit bilatéral après le Japon et avant le Mexique. Plus généralement, les effets-volume favorables de la première vague de faiblesse du dollar, courant 1994, sont aujourd'hui contrariés par les effets-prix (la détérioration des termes de l'échange) de la dépréciation intervenue depuis début 1995. Cette déception sur l'évolution du solde extérieur est aujourd'hui le principal obstacle à la remontée du dollar.

L'expansion américaine actuelle est aussi bornée par le rôle de frein de la dépense publique, en raison du besoin de réduction du déficit budgétaire (même si cette orientation ne s'exprimera que modérément en 1996, compte tenu de l'échéance présidentielle). Dans l'effort de réduction du déficit, certains postes, parmi les dépenses discrétionnaires, sont plus touchés que d'autres. Le secteur de la défense en est durablement la principale victime. La libération conséquente de ressources, qui peut sur le long terme procurer de nouvelles bases à la croissance, est à court terme coûteuse en termes d'emplois et de faillites, particulièrement dans les Etats les plus dépendants de ce secteur. Alors que les dépenses militaires fédérales étaient tombées à 5 % du PIB à la fin des années soixante-dix, elles sont encore aujourd'hui juste au-dessus des 4 %, car elles avaient augmenté durant les années Reagan. A présent, elles semblent devoir s'installer sur une tendance baissière les amenant à l'horizon du deuxième millénaire à moins de 3 % du PIB, selon les projets budgétaires du gouvernement Clinton. Cette évaluation, reposant sur des hypothèses de croissance stable proche du potentiel (2,3 % en moyenne annuelle), est certainement un peu basse. De plus, les débats budgétaires actuels sur les dispositions finales de l'année fiscale 1996 et sur les mécanismes d'équilibrage du budget à horizon de sept montrent un certain attachement des Républicains à la préservation des dépenses militaires, comparativement aux coupes budgétaires drastiques qu'ils préconisent.

Cette préservation se justifie dans la mesure où nombre d'emplois et d'activités, dans différents comtés, sont fortement dépendants de la défense. Si on se réfère à une simulation réalisée par le Congrès des Etats-Unis relativement aux propositions budgétaires du gouvernement Bush pour les années 1992-1997 <sup>(3)</sup>, le PIB réel, au milieu de la décennie, devrait être inférieur de 0,7 % au

---

(3) En février 1991, le gouvernement a présenté un programme décrivant les options retenues sur les dépenses militaires pour les années 1992-1997. Ce programme était motivé par les événements contemporains tels que le retrait des troupes soviétiques d'Europe de l'Est, l'abandon du pacte de Varsovie et la réunification de l'Allemagne. Ce programme, le « plan de 1991 », envisageait une réduction des dépenses militaires de 20 % entre 1991 et 1997, en termes réels. D'ici 1997, les dépenses ne devaient plus représenter que 3,6 % du PIB contre 5,5 % en 1990 et 6,4 % en 1987 (années fiscales).



niveau qu'il aurait atteint si les dépenses militaires étaient restées inchangées en termes réels (à politique monétaire donnée). En termes d'emplois dans le secteur de la défense, les pertes d'emplois cumulées entre 1992 et 1995 se seraient élevées à 800 000.

Cette protection du secteur militaire est cependant critiquable dans la mesure où la restriction des dépenses militaires est un moyen particulièrement puissant pour améliorer le solde budgétaire. D'abord directement, car le poste militaire représente encore 16 % des dépenses budgétaires. Puis, à plus long terme, en raison de l'impact envisageable pour le potentiel de croissance d'un usage plus efficient des ressources ainsi libérées. La rentabilité économique des investissements dans le secteur de la défense est plus faible que dans le secteur privé ou que dans les infrastructures publiques. La recherche militaire porte davantage sur des produits nouveaux très performants, au coût marginal très élevé, que sur des innovations de procédé permettant une production et une commercialisation de masse. Les externalités positives liées à la diffusion des innovations sont moindres ou plus étalées dans le temps dans le cas de la recherche militaire en raison du secret qui entoure bon nombre d'activités et des délais de reconversion liés à l'applicabilité de certains produits au civil. Au demeurant, il est possible que les Etats-Unis enregistrent d'ores et déjà l'impact positif d'une « démilitarisation » partielle sur le dynamisme de leur offre industrielle. La vigueur actuelle de l'investissement productif et la volonté manifeste de modernisation des procédés industriels mettent à profit les possibilités de reconversion des ressources. En 1990, 60 % des dépenses fédérales en recherche et développement finançaient des activités relatives à la défense. Aujourd'hui, ce pourcentage est de l'ordre de 50 %.

A la différence de 1991, l'enjeu budgétaire est présentement moins focalisé sur les dépenses militaires, ce qui incite à relativiser l'impact restrictif immédiat des mesures qui seront prises. Il reste que les dépenses militaires sont installées depuis huit ans sur une tendance baissière et qu'il n'est pas impossible que ce mouvement contraigne progressivement de manière de plus en plus nette le cycle économique : s'il déprime à court terme la demande effective, il peut contribuer progressivement à l'amélioration des conditions de l'offre, ce qui serait plutôt compatible avec une orientation fondamentalement baissière du dollar afin de rétablir l'équilibre. La plus grande modestie militaire aurait ainsi son répondant monétaire.

En revanche, les pleins feux sont mis actuellement sur les dépenses liées aux programmes *Medicare* et *Medicaid* et à l'assistanat social en général. Pourtant, la réduction de ces postes s'avère délicate à mener dans un contexte où l'équilibre social est fragilisé, et difficile à concrétiser compte tenu de l'ampleur des réformes à engager. Chaque proposition ne s'attaque qu'à une partie du problème et ne conduit qu'à des solutions insatisfaisantes sur le plan de la justice et de la durabilité. La volonté de réduire le déficit budgétaire est là, mais le flou artistique sur les moyens d'y parvenir ampute à l'avance la crédibilité de projets qui ne manquent pas. C'est peut-être là que le bât blesse le plus douloureusement dans la mesure où les ménages ne peuvent savoir à quelles sauces fiscale et sociale ils vont finir par être mangés, alors que les entreprises semblent doublement protégées par la tradition républicaine et par l'ambition industrielle du président Clinton. On comprend bien dans ce contexte les hési-

tations du gouverneur du *Federal Reserve Board* qui attend un signal budgétaire clair afin d'ajuster au mieux sa politique monétaire.

**... et ne permettra pas à la croissance américaine d'échapper à un ralentissement sensible en 1996**

Le moment actuel du cycle américain sur ce deuxième semestre de l'année 1995 est placé sous le signe des doutes : doute sur la politique budgétaire, doute sur la significativité du fléchissement de l'activité au deuxième trimestre, doute sur la politique monétaire qui balance entre attentisme et activisme. Les deux attitudes se justifient face à une croissance qui a les moyens de repartir spontanément, même modérément, au second semestre 1995 mais qui nécessite plus d'assistance sur 1996.

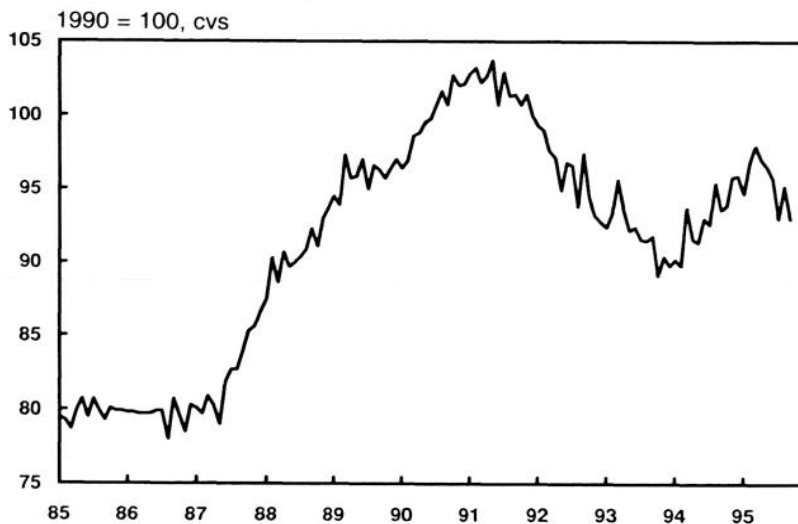
L'évolution de l'indicateur composite avancé est comme d'habitude instructive. Il a commencé à réduire son rythme d'augmentation à partir du deuxième trimestre 1994, pour stagner début 1995 avant d'amorcer une phase descendante rapide mais qui se ralentit depuis avril 1995. On retrouve bien, dans ces évolutions, le ralentissement du premier trimestre et la cassure du second. Les plus récentes oscillations laissent présager un rythme de croissance pour le troisième trimestre aux alentours du rythme potentiel. En juillet, parmi les huit composantes ayant contribué à l'augmentation de l'indice, on retrouve une augmentation de l'offre de monnaie et des niveaux plus élevés pour le cours des actions et la confiance des consommateurs. A ce propos, l'indice du *Conference Board* n'est plus sur une tendance haussière depuis le tournant de l'année, mais ne s'oriente pas encore franchement à la baisse. Les derniers chiffres de production industrielle et de ventes de détail permettent de confirmer l'idée d'une croissance un peu plus forte sur le troisième trimestre, reposant sur la consommation et sur la poursuite d'un stockage minimum. Elle s'appuie aussi sur le rebond de l'investissement résidentiel, les mises en chantier et les ventes de maisons réagissant seulement maintenant à la baisse des taux hypothécaires engagée depuis début 1995. Néanmoins, compte tenu d'un acquis très défavorable, l'impact du rebond restera limité. Au niveau du secteur manufacturier, le passage sous la barre fatidique des 50 % de l'indice NAPM des directeurs d'achat révèle l'approche, au-delà de l'été, d'une phase de contraction. L'emploi dans ce secteur s'est d'ailleurs réduit au deuxième trimestre 1995 en même temps que la durée du travail et les heures supplémentaires. Globalement, le marché du travail reste cependant tendu, avec un taux de chômage qui oscille autour des 5,7 %, en raison des créations d'emplois dans le secteur des services.

Ces indicateurs conjoncturels ne donnent pas une image complète de la dynamique cyclique qui caractérisera la fin 1995 et l'année 1996. Encore puissant d'ici la fin de l'année en cours, le moteur de la consommation s'affaiblira nettement en 1996. L'investissement résidentiel freinera temporairement le repli conjoncturel. La contribution du commerce extérieur deviendra progressivement positive à la faveur du ralentissement des importations et de la stabilisation de la progression des exportations au voisinage d'un rythme de 5 % l'an. Les entreprises adapteront leurs dépenses d'investissement et de stocks au ralentissement de la demande interne. L'investissement progressera encore, mais son dynamisme sera franchement amoindri.

L'inflation ne devrait s'accélérer que lentement et modérément, (guère au-delà de 3 % l'an), en raison de la prudence foncière de la politique monétaire et de la persistance d'une tendance légèrement décroissante des coûts du travail. La Federal Reserve dispose de marges de manœuvre dans sa gestion de l'atterrissage de l'économie. Cultivant la prudence d'ici la fin 1995, elle pourrait ensuite favoriser un reflux progressif des taux courts. De pair avec la détente plus lente des taux longs à partir de leur niveau actuel, cette orientation serait compatible avec une croissance du PIB encore de 3 % en moyenne annuelle en 1995, de 1,7 % en 1996 <sup>(4)</sup>.

### Le Japon rattrapé par la déflation...

La production industrielle japonaise a chuté de plus de 5 % de mars à juillet, perdant en l'espace de quatre mois la moitié de l'avancée qu'elle avait réalisée sur près d'un an et demi (graphique 14). Cette soudaine dégradation de l'activité relève certes de la conjonction de trois facteurs défavorables : la brutale appréciation du yen entre mars et juin, le reflux de la demande publique et la dégradation du climat des affaires provoquée par le séisme de Kobé et la psychose des attentats à Tokyo. Si ces handicaps ont perdu de leur intensité aujourd'hui, ce brutal décrochage de la production aura des effets secondaires à court terme : emploi, revenus des ménages, profit et investissement des-



14. Production industrielle au Japon

Note : Dernier point de septembre estimé par le MIT.

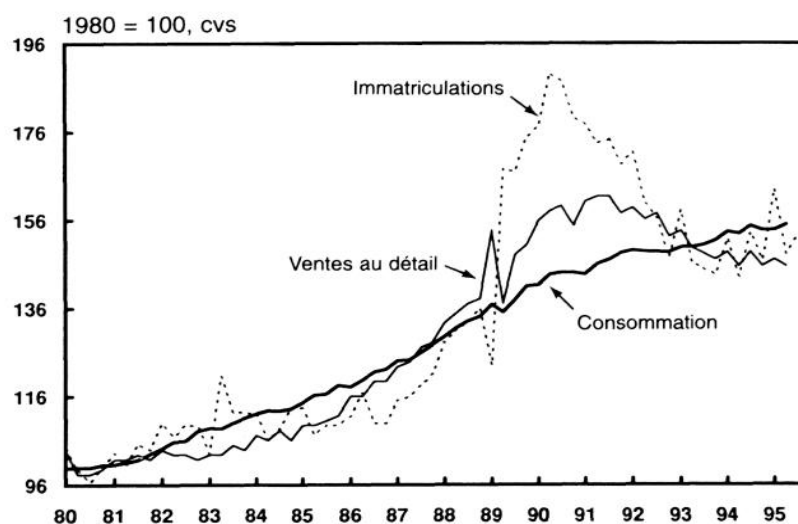
Source : Banque du Japon.

(4) La confrontation de ces prévisions à leur réalisation sera évidemment affectée par les changements méthodologiques apportés aux comptes nationaux américains qui seront régulièrement publiés à partir de l'année prochaine. Avec ces changements, la mesure de la croissance des Etats-Unis sur les dernières années est sensiblement révisée.

entreprises ne sortent pas indemnes de ce nouvel épisode baissier. Surtout, la vulnérabilité de l'économie à la surévaluation du yen n'a jamais été aussi sensible. La permanence d'un niveau exorbitant de la devise nipponne, tel que celui connu à la veille de l'été, a des effets extrêmement destructeurs sur les capacités industrielles et financières. Aidée à nouveau par le soutien public et par la dépréciation encore incertaine de sa devise, l'économie japonaise peut pourtant s'éloigner du point de rupture qui la ferait basculer durablement dans une nouvelle spirale déflationniste.

La baisse de l'activité industrielle au cours des derniers mois répercutée, avec un certain retard, l'infléchissement prononcé de la demande que l'on percevait dès la fin de l'an dernier. Rien n'indiquait en particulier une poursuite du réveil de la consommation après un été 1994 prometteur (graphique 15). Côté logement, on a assisté à un reflux prononcé et quasi continu des mises en chantier depuis le début de l'année 1995 (- 15 % de janvier à juin). Seules les commandes intérieures de biens d'équipement, légèrement orientées à la hausse, ont affiché un mieux, trop faible cependant pour entraîner l'activité. Enfin la contribution externe a joué très négativement avec un fort contraste entre le rythme soutenu des importations (de l'ordre de 15 % sur un an) et l'atonie des exportations. N'ayant pris que tardivement toute la mesure de l'infléchissement des débouchés, les entreprises sont maintenant confrontées à un gonflement involontaire de stocks de produits finis, dont la résorption pèsera sur l'activité des prochains mois. L'ajustement de la production en juillet (en chute de 2,7 % par rapport à juin) commence tout juste à faire refluer le niveau des stocks rapporté aux livraisons. Et le MITI envisage au mieux une stabilisation de la production sur les mois d'août et septembre (rebond en août annulé en septembre).

15. *Immatriculations, ventes de détail et consommation en volume au Japon*



Sources : EPA, Banque du Japon, OCDE.

Le secteur industriel, encore convalescent, a été ébranlé par cette nouvelle phase dépressive non anticipée. De nombreuses petites et moyennes entreprises (dont la fragilité persistante est soulignée par les enquêtes les plus

récentes) ont atteint leur point de rupture. Le nombre des faillites industrielles, de janvier à août 1995, est en hausse de près de 7 % par rapport au niveau déjà élevé des huit premiers mois de l'an dernier. Sanctionnant la dégradation des débouchés, les commandes de biens d'équipement du secteur manufacturier, qui se redressaient en début d'année, se replient depuis l'été.

Dans ce contexte, les entreprises opèrent un resserrement de la masse salariale. L'évolution de l'emploi s'en est ressentie en début d'année. L'emploi industriel a chuté de 1,5 % entre janvier et mai alors qu'il progressait à nouveau légèrement depuis le milieu de 1994. L'emploi total a légèrement diminué au premier semestre pour la première fois depuis 1975. Les salaires, négociés au printemps pour l'ensemble de l'industrie, progressent pour leur part de moins de 1 % par rapport à l'an dernier, alors que la hausse ressortait à 2,6 % l'an dernier. Le ralentissement du recours aux heures supplémentaires depuis le début de l'année contribue également au freinage de la masse salariale. Aussi, aucune embellie n'est encore décelable du côté de la consommation des ménages. Sur les derniers points connus (jusqu'en août), les ventes dans le commerce de détail demeurent déprimées, tandis que les ventes automobiles, très contrastées d'un mois sur l'autre, n'affichent pas de franche tendance haussière. Les ménages préfèrent se replier sur l'épargne, postale de préférence, c'est-à-dire publique et sans risque. Cette préférence pour la liquidité, due au motif de précaution, est, de plus, encouragée à court terme par les anticipations de baisse des prix, accréditées par une inflation négative au premier semestre.

### 3. Crise et sauvetage du système financier japonais

L'inquiétude des ménages et leur défiance accrue vis-à-vis des banques privées (leurs dépôts dans les banques commerciales étaient fin juin en recul de 8 % par rapport à l'an dernier, alors que l'épargne postale progressait de 8 %) a exacerbé la crise du secteur financier. La faillite retentissante de plusieurs institutions régionales de taille moyenne a mis en lumière le fait que le système financier est à bout de souffle : confronté au fardeau des créances douteuses, il souffre aussi de l'absence de demande de crédit et de la restriction de ses ressources liquides. Les difficultés du système financier nippon ont éclaté au grand jour à la fin de 1994 avec la faillite de deux banques coopératives de la région de Tokyo (Tokyo Kyowa et Anzen). Avec les faillites rapprochées durant l'été de trois autres établissements (la Cosmo, début août, la Kizu Shinyo Kumiai, et la Hyogo Bank, fin août) l'histoire a connu une accélération inquiétante. D'autant que, venant aggraver ce climat, d'autres nouvelles déstabilisantes sont venues ponctuer l'actualité, en particulier l'annonce, fin mars, pour la première fois depuis la guerre, de pertes de 69 milliards de yens pour l'ensemble des onze principales banques commerciales japonaises, ou l'évaluation à quarante mille milliards de yens des créances douteuses en début d'été par le ministère des finances (chiffre réapprécié plus récemment à cinquante mille milliards). La plupart des faillites se sont concentrées dans le secteur du crédit coopératif :

— les *shinkin*, qui ont pour vocation de financer les PME, gèrent environ 10 % des crédits et des prêts nationaux, et sont sous la tutelle du ministère des finances,

— les *shinyo kumiai*, qui gèrent près de 3 % des dépôts et des prêts, sont sous la tutelle des municipalités.

Mais les faillites ont aussi atteint pour la première fois cet été une banque commerciale, la Hyogo, première banque régionale de second rang.

L'aggravation de la situation bancaire, a incité les autorités à développer une stratégie de soutien, qui bien que proche du colmatage, devrait éviter les risques de contagion. Ces opérations de sauvetage, menées au coup par coup par le gouvernement et les autorités locales révèlent une volonté de mettre d'abord à contribution les intermédiaires financiers eux-mêmes, par des opérations de restructuration et d'annulation de dette. Le gouvernement japonais fait donc essentiellement appel à une « solidarité de place », et ne participe que marginalement au renflouement des intermédiaires en faillite. Les solutions mises en œuvre dernièrement visent à faire coopérer les détenteurs du capital social des organismes en faillite, les créanciers, la société d'assurance des dépôts, les finances locales et nationales, et enfin, en dernier recours, la Banque du Japon.

Le gouvernement nippon a par exemple supervisé la création d'une structure *ad hoc*, la Tokyo-Kyodu bank, chargée de reprendre les activités résiduelles des banques coopératives Kyowa, Anzen et Cosmo. La charge de cette restructuration devrait principalement peser sur les banques privées, créancières de ces trois organismes. Dans le cas de la Cosmo, ces dernières abandonneraient 60 % de leurs créances pour un montant de 63 milliards de yens. Outre l'effort des banques créancières, la Tokyo-Kyodu bank va bénéficier de 110 milliards de yens de prêts du fond de solidarité des banques japonaises et 20 milliards de la Banque du Japon. L'état communal participe pour sa part à hauteur de 20 milliards à ce renflouage en alimentant l'association des banques mutualistes de Tokyo, chargée de reprendre 130 milliards de créances solvables de la Cosmo. De plus sept banques étroitement liées à la Cosmo seront chargées de prêter un total de 22 milliards de yens à des taux particulièrement bas.

Dans le cas de la Hyogo, le principe est le même. Les autorités monétaires cherchent à créer une nouvelle structure financée majoritairement par les actionnaires actuels de la Hyogo bank. Parmi ces derniers, seraient mis à contribution la Sumitomo bank, la Long term credit bank, l'Industrial bank of Japan, la Nippon credit bank et la Mitsubishi bank qui détiennent chacune plus de 3 % du capital de la Hyogo. Il est également envisager l'annulation ou la conversion en actions de certaines créances détenues sur la Hyogo par des sociétés d'assurance-vie.

### **... mais l'impulsion publique ne renonce pas**

Le gouvernement ne paraît pas vouloir s'orienter pour l'heure vers un traitement direct et global (à l'américaine) de la crise financière, affichant le souci d'épargner le contribuable. Il est peu probable cependant qu'il pourra échapper à un traitement plus volontariste de la crise des sociétés privées de prêt à l'immobilier <sup>(5)</sup>. De son côté, la banque centrale du Japon, en franchissant un nouveau palier de baisse de son taux d'escompte (à 0,5 %), contribue à l'amélioration de la rentabilité bancaire en élargissant les marges d'intermédiation. Il est douteux en revanche que cette mesure dope la demande de crédit dans un pays où les agents privés disposent d'un excès de liquidités oisives.

(5) Cf. l'article de O. Passet : « Le Japon : les doutes d'un créancier », *Revue de l'OFCE* n° 54, juillet 1995.

Le gouvernement nippon, qui semble avoir pris la mesure du risque financier lié à un enchaînement déflationniste, croît visiblement davantage aux vertus d'une politique traditionnelle de relance par la dépense. C'est en redynamisant la demande qu'il pense minimiser la probabilité de rupture du système financier nippon. Il mise sur un enchaînement vertueux, où le supplément de création monétaire et de demande interne, favorisant l'érosion de la valeur du yen et de l'excédent courant, contribuerait au redressement des profits et du Nikkei. *In fine*, un environnement favorable au redressement des bilans bancaires serait recréé, par la reconstitution d'un matelas de plus-values latentes et la possibilité d'accroître la rémunération et la qualité des actifs.

Après avoir concentré dans un premier temps le calendrier des dépenses déjà programmées, le gouvernement lancera à partir d'octobre un nouveau train de mesures, certes tardif mais plus important encore que les précédents en matière d'investissement public. Sur une enveloppe de plus de quatorze mille milliards de yens, près de sept mille milliards sont des dépenses directes d'investissement (travaux publics, reconstruction de la région de Kobé, recherche et développement, télécommunications), dont l'impact est immédiat sur la demande intérieure. De plus, les crédits consentis par la Housing loan corporation, principale institution publique de financement du logement, sont majorés de 500 milliards de yens, mesure qui par le passé s'est révélée avoir un effet rapide sur l'investissement résidentiel. Les autres dépenses, d'aide au PME par exemple, ou d'achat de terrains (plus de trois mille milliards de yens) produisent des effets bien plus diffus et difficilement évaluables en terme de croissance. Même si ce plan a reçu un accueil mitigé des marchés, il constitue la parade probablement la plus efficace (au regard du passé) pour briser à court terme tout risque d'enchaînement déflationniste.

La nouvelle décreue des taux éloigne également les menaces les plus immédiates qui pesaient sur l'activité nipponne. L'élargissement des écarts de taux en faveur de l'étranger a rompu apparemment la tendance à la hausse du yen. La prise de risque sur les placements étrangers est à nouveau devenue attrayante pour les investisseurs institutionnels japonais. Les récentes mesures de déréglementation sur les euro-marchés sont venues à point nommé consolider ce mouvement. Et l'on peut espérer que ce retour des investisseurs appuiera durablement le retour du yen à une parité plus normale. Avec un flux soutenu de sorties de capitaux à long terme, la Banque centrale du Japon peut mener autre chose qu'une stratégie défensive de soutien du dollar. Avec le retour des investisseurs privés sur les marchés internationaux, il est clair que des interventions marginales peuvent avoir un impact beaucoup plus important sur le change, comme l'ont prouvé les mois récents.

La réactivation de la demande publique, et la récente décreue du yen (bien que non définitivement acquise), apportent aujourd'hui une bouffée d'oxygène indispensable à un redémarrage de l'activité. La présente prévision mise sur le fait que la dernière embardée haussière du yen à la fin du mois de septembre n'a pas mis un terme à sa tendance baissière. Plusieurs éléments conjugueraient leurs effets à court terme pour consolider la dépréciation de la devise nipponne : la volonté affichée de la Banque centrale, le retour des investisseurs institutionnels sur les actifs libellés en devises étrangères, le développement des emprunts en yens par les non résidents sur les euro-marchés, qui alimentera

l'offre de yens sur le marché des changes, la dégradation de l'excédent commercial japonais, particulièrement marquée depuis que l'évolution des termes de l'échange appuie le mouvement de dégradation en volume. Dans cette hypothèse, la confirmation du redressement des profits atténuera les pressions sur la masse salariale, et devrait de ce fait redonner du tonus à la consommation. Dès lors, la reprise de l'investissement devrait se confirmer, ce que conforte la bonne résistance des dernières enquêtes auprès des principales entreprises. L'investissement en logement bénéficie pour sa part d'un environnement favorable en matière de taux et de prix. La reprise du financement public devrait enrayer rapidement sa rechute. Cette dernière est d'ailleurs probablement plus limitée que ne le laissent à penser les mises en chantier, car il est probable que les travaux de réfection après le séisme de Kobé se sont développés au détriment des constructions nouvelles. Enfin, la dépréciation du pouvoir d'achat du yen devrait ralentir le fort courant d'importations et conduire à une contribution moins défavorable du commerce extérieur. Dans ces conditions, la croissance japonaise pourra retrouver son rythme potentiel en 1996, voisin de 2 % selon les estimations les plus récentes de l'Institut de recherche Nomura.

### **La difficile gestion des disparités européennes**

Les années de récession ont mis à mal la cohésion européenne. Face à la dépression commune, c'est le « sauve qui peut » national qui l'a emporté, et non sans logique. Les pays dévaluationnistes du Nord et du Sud de l'Europe ont ainsi pu se dégager des marges de manœuvre pour une reprise par l'exportation et l'investissement plus franche que celle des pays à monnaie forte. Le contenu en importations de cette reprise s'est avéré élevé, si bien que ces pays ont joué un rôle d'entraînement du commerce intra-européen, malgré les effets de substitution de leurs exportations à celles d'autres pays européens. Mais, avec le temps, les externalités négatives que comporte pour l'ensemble de l'Europe le dualisme monétaire retrouvé prennent le dessus. Si, à la fin des années quatre-vingt, le mark avait entraîné la plupart des monnaies européennes dans la surévaluation (en prenant comme référence la parité des pouvoirs d'achat), les secousses récurrentes du SME depuis l'automne 1992 ont abouti à une différenciation entre devises encore plus surévaluées (les monnaies de la zone mark et... le franc) et devises rejoignant la région de sous-évaluation (Europe méditerranéenne, voire scandinave). Ce dualisme, une fois la reprise acquise, semble désormais générer plus de pertes que d'avantages à l'échelle collective de l'Europe. L'activité des pays du « noyau dur » reste entravée par la surévaluation de leurs monnaies tandis que leurs partenaires-concurrents ne tirent plus le même bénéfice qu'en 1993-1994 des dépréciations passées et présentes. Celles de 1992-1993 ont progressivement épuisé leurs effets bénéfiques tandis que les plus récentes sont plus vite absorbées par l'inflation, car elles interviennent sur un palier d'activité plus élevé et ont amplifié un mouvement de revalorisation des consommations intermédiaires importées.

Le dualisme monétaire est ainsi facteur de résurgence du dualisme inflationniste. Alors que l'Allemagne confirme son retour à un rythme d'inflation de l'ordre de 2 % l'an, des résurgences inflationnistes sont apparues, au cours de 1995, au Royaume-Uni, en Italie, en Espagne, en Suède... Le premier semestre



1995 a mis un terme à la décrue quasiment continue, depuis 1991, du taux d'inflation moyen des pays européens de l'OCDE (Turquie mise à part), qui est repassé au-dessus de 3 % l'an. D'un côté, cette évolution légitime la distinction entre noyau dur et périphérie de la future Union monétaire européenne : certains pays ont besoin d'une souplesse monétaire durable pour gérer leur rattrapage structurel (le Sud méditerranéen) ou... leurs avantages acquis (les pays scandinaves). D'un autre côté, la stabilité d'une telle distinction est problématique, car elle menace l'unicité laborieusement acquise du marché européen, si bien que sa gestion devient perçue comme un point épineux pour la viabilité de l'Union monétaire. Les discussions sur le retour de la lire dans le giron du SME illustrent la tension entre ces deux points de vue. L'incertitude conséquente sur le contour de l'Union monétaire incite d'autant plus les opérateurs de marché à tester la capacité des participants éventuels à respecter les critères de convergence et leur résistance aux tentations de laxisme budgétaire ou monétaire. Parce que la défiance des marchés peut induire des dépréciations monétaires excessives, le risque inflationniste en est conforté dans les pays suspects. Ceux-ci ne subissent pas passivement cette pression et s'efforcent de compenser par la rigueur salariale les éléments d'inflation importée. Le contrôle et la flexibilité des coûts salariaux restent la ligne directrice, si bien que la participation des salariés aux gains de la reprise reste limitée. Dans l'ensemble européen, le moteur de la demande interne de consommation fait le plus souvent encore défaut pour transformer cette reprise en solide expansion.

## **Le Royaume-Uni déçu par l'Europe**

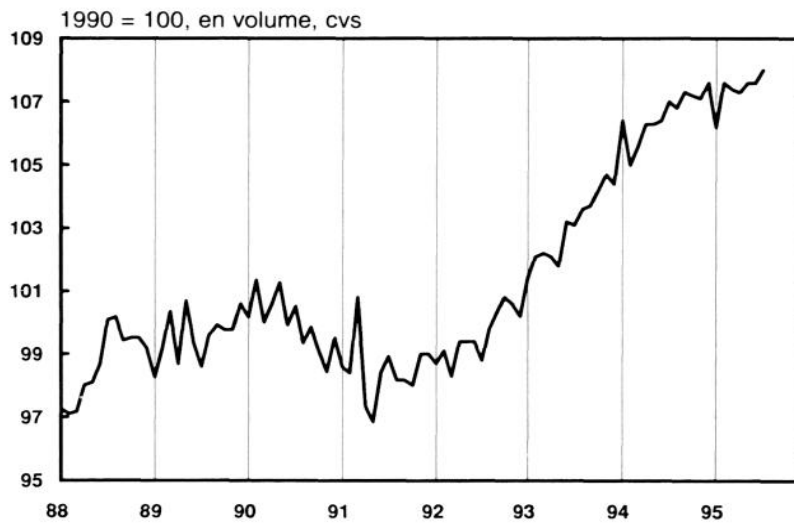
Fin 1994 et début 1995, les facteurs de ralentissement se sont accumulés à l'encontre de la croissance britannique. Ils ont progressivement affecté la trajectoire du PIB dont le rythme de croissance est passé (en taux trimestriels annualisés) de 4 à 5 % début 1994 à 2 % au second trimestre 1995. Ils ont néanmoins joué en ordre dispersé. Au premier trimestre 1995, la demande intérieure de consommation et d'investissement connaît un coup d'arrêt, amplifié par l'ajustement des stocks, dont l'élargissement avait contribué positivement à la croissance tout au long de 1994. Ce sont les importations, plus que la production, qui en subissent principalement le contrecoup. Mais l'ajustement paraît lui-même excessif. Au second trimestre, la demande intérieure, stocks inclus, enregistre un rebond, tandis que les exportations subissent le contrecoup négatif du ralentissement américain.

Pourtant, au travers de ces mouvements erratiques, c'est bien la confirmation d'un ralentissement qui se dégage. Au-delà des irrégularités au trimestre le trimestre, les évolutions des demandes interne et externe convergent pour susciter le passage de la croissance du PIB en-dessous de son rythme potentiel (de l'ordre de 2,3 % l'an). La mi-1995 marquerait ainsi le sommet du cycle conjoncturel en cours, apprécié en écart à la tendance de long terme de l'économie britannique. Les indicateurs avancés confortent ce point de vue, qu'ils soient à horizon long ou court. Sur les derniers mois connus, la production industrielle stagne, voire baisse, après avoir connu, dès la mi-1994, une cassure de son rythme de croissance. Le taux d'utilisation des capacités a connu un premier déclin. Sans que les ratios de stocks (rapportés aux ventes ou à la production) aient systématiquement dérapé, ils ont connu depuis 1994 une

augmentation qui ne paraît pas réductible à une composante volontaire. Elle est plus importante en aval, au stade de la commercialisation, qu'en amont. Sa résorption passera néanmoins par une adaptation en repli de l'activité.

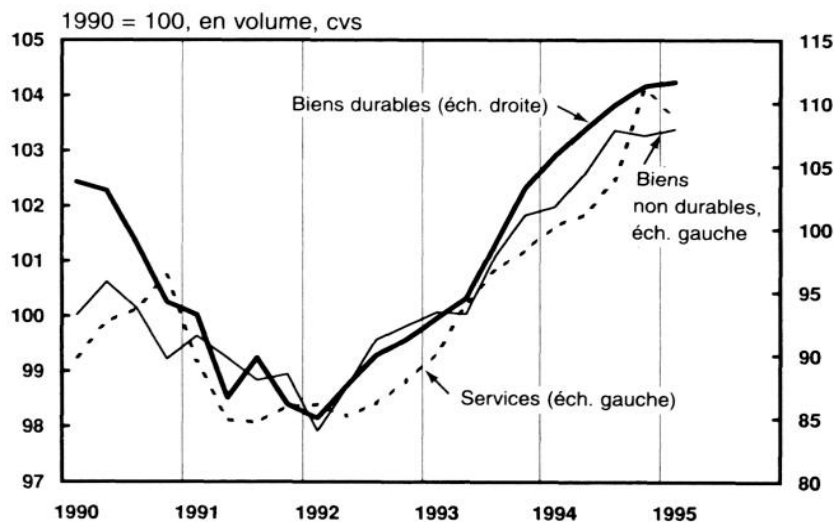
Cette évolution signifie l'épuisement progressif d'une stratégie misant sur la demande externe, américaine puis européenne, pour entretenir une croissance britannique qui n'a guère pu compter, depuis sa reprise, sur une demande interne très dynamique. Le Royaume-Uni subit, comme d'autres pays, le ralentissement de la demande externe qui lui est adressée. Déjà perceptible au printemps, comme le montre l'effritement des carnets de commandes étrangères, ce ralentissement va s'affirmer au cours du second semestre 1995. Il fera place à un regain partiel de dynamisme en 1996, cette demande externe revenant alors à proximité d'un rythme de 7 %, l'an tout en restant en retrait du rythme de 1994, supérieur à 10 % l'an. La nouvelle dépréciation de la livre intervenue sur le premier semestre 1995 (de l'ordre de 5 % en termes effectifs, par rapport à la moyenne des autres monnaies) n'aura eu qu'un effet bénéfique limité pour la compétitivité britannique, car elle semble avoir de nouveau été très vite absorbée par le gonflement des marges à l'exportation. Si, dans la foulée du dollar, la livre retrouve, dans la période à venir, une orientation plutôt haussière, même modérée, contre les monnaies européennes, l'économie britannique ne pourra espérer qu'une pause au sein de la tendance de décroissance lente de ses parts de marché. Avec cette déception sur les débouchés extérieurs, c'est la possibilité même d'un cercle vertueux à l'anglaise qui est mise en cause : l'engagement d'un effort durable d'investissement, entraînant lui-même l'emploi et les dépenses des ménages, perd de sa force, même si dans l'immédiat les perspectives d'investissement restent positivement orientées.

Pour autant, l'économie britannique ne va pas tant entrer en récession qu'aborder, comme les Etats-Unis, une phase de ralentissement prononcé. Malgré la stagnation de l'emploi, guère surprenante dans le contexte énoncé, les ménages enregistrent des gains plus consistants de pouvoir d'achat au début de l'année 1995, en raison de revalorisations salariales dans l'industrie et de changements dans leur calendrier. Cette accélération momentanée des revenus a permis aux ménages, en début d'année, d'entamer une reconstitution de leur épargne, après la baisse du taux d'épargne intervenue depuis 1992. Ils s'approprient à poursuivre cette reconstitution, au vu des enquêtes effectuées à la fin du premier semestre. Le motif de précaution en est sans doute un facteur, devant l'arrêt de la baisse du chômage et la résurgence inflationniste. Ce redressement du taux d'épargne restera modéré car, dans le même temps, le recours au crédit à la consommation reste actif. Tous comptes faits, la consommation progressera à un rythme médiocre, de l'ordre de 1,5 % l'an en cours d'année 1995 : une fois lissées les fluctuations entre premier et second trimestres, cette évolution prolonge le ralentissement apparu au cours de 1994 (graphiques 16 et 17), qui a contaminé successivement les différentes catégories de biens (d'abord les biens non durables, puis les biens durables et enfin les services). Ce rythme se ralentira encore quelque peu au cours de 1996, lorsque le ralentissement des créations d'emploi se fera pleinement sentir et que les salaires commenceront à refléter la détente du marché du travail. La situation des ménages pourrait cependant bénéficier d'une plus grande neutralité fiscale en 1996, après l'alourdissement des prélèvements sur l'année fiscale en cours. L'investissement des ménages en logement, qui a connu un rebond en début d'année, n'échappera pas non plus à un repli progressif, 1996 se situant



16. Chiffre d'affaire du commerce de détail en volume au Royaume-Uni

Source : CSO.



17. Volume de consommation par type de biens au Royaume-Uni

Source : CSO.

en retrait de 1995, en moyenne annuelle : bien qu'irrégulier, le reflux des commandes résidentielles, engagé à la mi-1994, se confirme, tout comme celui du recours des ménages aux prêts pour l'achat de logements.

L'investissement productif est, aujourd'hui, la seule composante de la demande interne dont le dynamisme paraît assuré dans l'immédiat. Il est certes motivé par des tensions toujours fortes sur les équipements disponibles. Les obstacles matériels et financiers à sa réalisation, tels que les déclarent les entreprises, sont faibles. Mais il semble n'obéir que modérément à des motifs d'extension : les intentions d'investissement, encore en progression, ne se traduisent guère dans les commandes de bâtiments industriels, qui ne progressent plus depuis le premier semestre 1994 (une fois lissées les irrégularités trimestrielles). Dans un contexte de demande moins dynamique et plus incertaine, ce comportement est compréhensible. Il n'est cependant pas favorable à l'emploi et s'accompagne de comportements de marge qui ont répercuté rapidement dans les

prix (sur le marché intérieur comme à l'exportation) les hausses de prix des consommations intermédiaires importées. Marquées par l'héritage du cycle précédent et la volonté de se désendetter, les entreprises ont fait effort pour dégager de très larges marges d'autofinancement. Elles restent dans une situation de capacité de financement excédentaire, bien qu'en réduction depuis la mi-1994. De fait, au premier semestre 1995, la maîtrise de leur rentabilité paraît moins aisée, en raison de l'ampleur des hausses de coûts intermédiaires et du ralentissement de la productivité. Elles recommencent simultanément à recourir au crédit. Elles vont devenir plus sensibles, progressivement, au niveau des taux d'intérêt, qui restent, à court et long terme, sur un palier assez élevé. Progressivement, ces facteurs, ainsi que la perception du ralentissement généralisé de la demande, pèseront sur l'investissement productif. Encore en progression rapide sur la première partie de 1996, il pourrait ensuite ralentir sensiblement. En moyenne annuelle, le chiffre de 1996 restera très favorable, traduisant le décalage singulier de l'investissement dans ce cycle conjoncturel : redémarrant avec retard, il se repliera aussi avec un délai significatif.

La politique monétaire adoptée aura évidemment un impact sur la vitesse du ralentissement britannique. Elle suscite aujourd'hui débat, selon le degré de gravité accordée à la résurgence inflationniste qui s'est manifestée depuis le début de l'année. Celle-ci est effective mais ne doit pas être exagérée. Hors l'impact des intérêts hypothécaires et des taxes, le rythme sous-jacent reste en-dessous de 3 % l'an et il *firte* avec la cible officielle de 2,5 % l'an. Il reste que l'accélération rapide, depuis l'automne 1994, des hausses affectant les biens du secteur exposé, à la production et à la consommation, traduit prioritairement la sensibilité à l'inflation importée, favorisée par la nouvelle dépréciation de la livre dans un contexte de tensions plus prononcées qu'en 1992-1993. Au premier trimestre 1995, dans l'industrie, le glissement annuel des coûts salariaux unitaires atteignait 1,7 %, celui des consommations intermédiaires 11,6 % et celui du prix de production 3,6 %. A la mi-1995, le glissement annuel des prix industriels à la production atteint le rythme de 5 %. Comme commencent à le signaler les anticipations de prix collectées par les enquêtes, la décélération envisagée de la demande et la stabilisation des prix internationaux atténueront désormais cette tendance, même si sa propagation n'a pas encore fait sentir tous ses effets au stade du détail. La politique monétaire pourrait accompagner le mouvement, en étant suffisamment prudente pour éviter toute dépréciation inflationniste et suffisamment souple pour ne pas déstabiliser une activité en décélération. Dans cette configuration, la conjoncture britannique reprendrait ses habitudes, celles d'une grande proximité avec le cycle américain. La croissance ralentirait progressivement, pour être significativement inférieure à 2 % en 1996 en moyenne annuelle.

### **Allemagne : un déblocage de l'expansion qui se fait attendre...**

Jusqu'au début de l'été, la perception de l'évolution à venir de l'économie allemande <sup>(6)</sup>, handicapée par l'absence de données statistiques précises sur le

---

(6) Les prévisions et les commentaires se rapportent désormais, sauf mention contraire, à l'Allemagne unifiée.

passé récent <sup>(7)</sup>, restait partagée entre pessimisme et optimisme. Le premier sentiment reposait sur l'attente d'un effet négatif, sur la compétitivité allemande, de l'appréciation effective du deutsche mark et des négociations salariales du printemps ; le second sur l'impact espéré du cycle d'investissement européen sur les exportations allemandes et de l'évolution favorable des revenus, qui viendrait compenser la réintroduction de la surtaxe de solidarité, sur la consommation.

Pris dans son ensemble, le premier semestre 1995 est dans la foulée du rythme de croissance de 2,5 % l'an (2 % pour les seuls *Länder* de l'Ouest) qui avait prévalu au second semestre 1994 et qui marquait un net ralentissement par rapport à la reprise du premier semestre. L'Allemagne était sortie de 1994 avec un rythme de croissance inférieur à celui de ses partenaires européens, en raison de la faiblesse de sa demande intérieure. La vision précise du profil de l'activité, au cours du premier semestre 1995, diffère une fois de plus selon la source : ralentissement au cours du premier trimestre, plus que rattrapé au second, pour la Bundesbank, évolution inverse pour les données officielles de la Comptabilité nationale. Même si l'idée que le second trimestre signale le retour à une expansion plus dynamique ne peut être reçue qu'avec circonspection, le ralentissement de l'économie allemande ne s'accroît plus au premier semestre, à la différence d'autres pays européens. La consommation des ménages a repris un rythme assez soutenu, même si l'Allemagne n'a pas échappé à l'attentisme généralisé qui a suivi les perturbations monétaires du printemps et qui a perturbé la progression de ses débouchés extérieurs.

Le ralentissement de l'investissement au premier trimestre, tel qu'il ressort des données de la Bundesbank, est très marqué. La Comptabilité nationale date du second trimestre l'infléchissement de l'investissement, ce qui est plus en phase avec la détérioration continue, depuis le début de 1995 pour les *Länder* de l'Ouest, depuis le printemps pour ceux de l'Est, des perspectives de production à six mois. Cette détérioration reflète le ralentissement de la demande extérieure et la perception de l'affaiblissement de la compétitivité. La panne du cycle d'investissement semble assez corrélée à la morosité de la demande étrangère, alors qu'un tel infléchissement n'est pas perçu pour les autres composantes de la demande intérieure. Du côté des fournisseurs de biens d'équipement, l'évolution des soldes d'opinion indique un ralentissement au cours des premiers mois de l'année, corrigé à la hausse au cours du second trimestre. Ces évolutions sont compatibles avec l'orientation haussière des commandes intérieures en biens d'équipement depuis le début de l'année, mais elles tiennent compte également de l'évolution des débouchés extérieurs des industries productrices de biens d'équipement, qui semble s'être un peu améliorée au cours des derniers mois.

Les enquêtes relatives au niveau des carnets de commandes étrangères reflètent certes une détérioration continue des soldes d'opinion à partir du mois d'avril, qui succède à leur stagnation au cours des premiers mois de l'année.

---

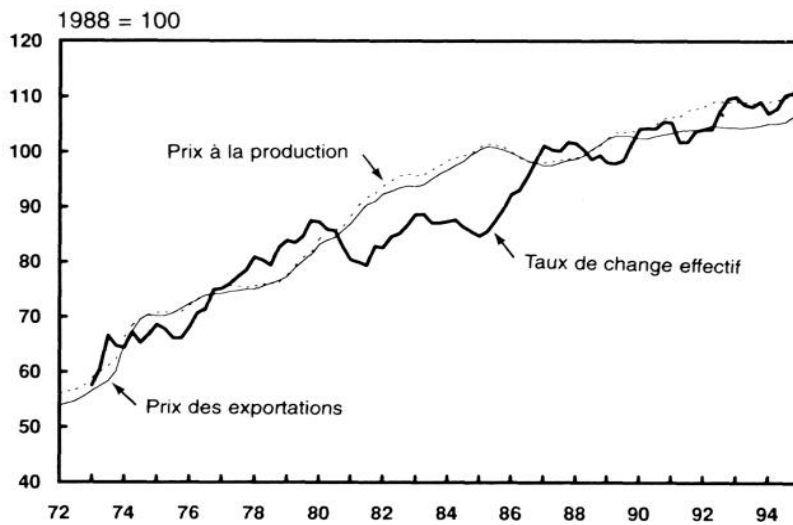
(7) La moindre lisibilité des indicateurs conjoncturels est liée à l'extension du champ de la plupart des indicateurs, début 1995, à l'ensemble de l'Allemagne et aux ruptures intervenues dans les séries de production industrielle et de commandes, en raison des changements de nomenclature.

En revanche, les entrées de commandes, orientées à la baisse de janvier à avril, ont depuis lors tendance à se redresser. Retardés par rapport aux entrées de commande, les jugements sur les niveaux témoigneraient plutôt de la détérioration des entrées de commandes étrangères au tournant de 1994 et 1995. Ce repli n'a manifestement pas encore été rattrapé depuis, même si le mouvement semble s'être retourné à la hausse au cours des derniers mois, en cohérence avec les informations relatives aux exportations de marchandises depuis le début de l'année.

Réalisée de mars à juin, la dernière enquête sur les perspectives d'investissement réalisée par l'IFO pour le secteur des industries manufacturières (à l'Ouest) donne une idée des projets d'investissement qui n'intègre peut-être que partiellement la perception des modifications de l'environnement international. Elle indique des plans d'investissement d'une ampleur à peine inférieure aux intentions des enquêtes équivalentes des années correspondant aux pics des derniers cycles de l'investissement. Fait par ailleurs notable, elle ne se distingue pas par une prédominance plus marquée des investissements de rationalisation par rapport à ces années de référence, et montre une progression nette de la part des investissements d'extension, quoiqu'encore en retrait par rapport à ces mêmes années. Il convient de noter que, réalisée pour les seules intentions en Allemagne de l'Ouest, l'enquête ne prend pas en compte les investissements d'extension réalisés par les entreprises allemandes dans les *Länder* de l'Est.

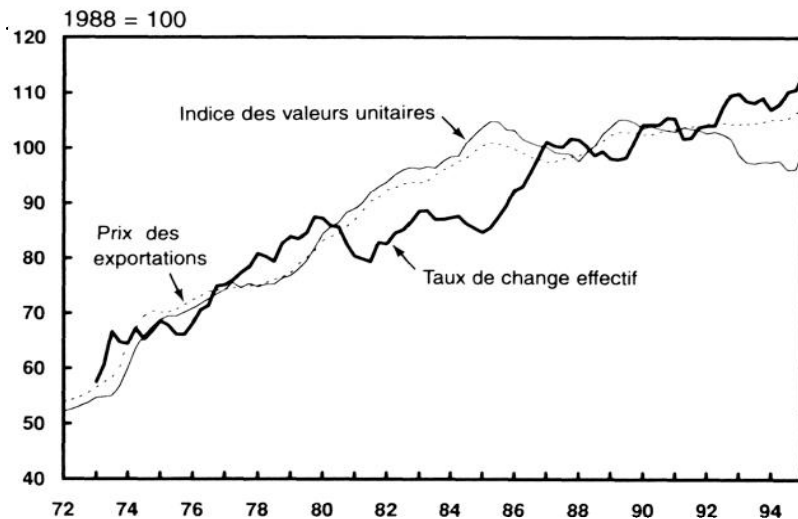
Le comportement d'emploi des entreprises ouest-allemandes a entraîné, au cours des deux premiers trimestres de 1995, une baisse supplémentaire de l'emploi total, qui ne devrait faire place à la stabilisation que vers le milieu de l'année. Les gains de productivité par tête continuent, pour l'ensemble de l'économie — d'autres chiffres plus détaillés n'étant pas disponibles — à un rythme proche de 2 % l'an sur le premier semestre : ce rythme reste plutôt supérieur à la tendance observée sur le dernier cycle. Sorties, via les hausses salariales, d'un contexte de reconstitution facile de leurs marges, les entreprises sont néanmoins parvenues à maîtriser la réorientation à la hausse de leurs coûts unitaires au cours du premier semestre, après une année 1994 où, pour la première fois sur l'ensemble de la période 1972-1994, ils avaient baissé en moyenne annuelle. L'accélération progressive du rythme de progression des prix à la production dans le secteur manufacturier, qui, après avoir atteint 2 % à la mi-1994, approche 3 % début 1995, a également facilité la poursuite, néanmoins plus modérée, de la reconstitution du taux de marge.

La forte corrélation observée en Allemagne, pour le secteur manufacturier, entre les évolutions respectives de l'indice des prix à la production (sur le marché intérieur) et des prix à l'exportation (graphique 18) laisse penser que les entreprises ouest-allemandes adoptent un comportement de marge similaire sur les marchés intérieur et extérieur. Durant les périodes d'appréciation du taux de change effectif, l'évolution du prix des produits de base importés modère la contrainte de marge. Il est intéressant de noter l'évolution divergente, depuis la mi-1992, de l'indice des valeurs unitaires des exportations (de marchandises, composées pour 90 % de produits manufacturés) et de l'indice de prix à l'exportation (des produits manufacturés), alors que les deux indices évoluaient de concert auparavant (graphique 19). Elle incite à penser que les exportations allemandes, pénalisées par l'appréciation réelle du *deutsche mark*, ont connu



Source : Bundesbank.

18. Taux de change effectif nominal, prix à la production dans le secteur manufacturier et indice de prix à l'exportation en Allemagne



Source : Bundesbank.

19. Taux de change effectif nominal, indice des prix à l'exportation et indice des valeurs unitaires des exportations manufacturières en Allemagne

une adaptation significative de leur structure, à laquelle le redéploiement géographique des exportations allemandes (vers les pays d'Europe centrale et orientale et les pays asiatiques, notamment) et l'adjonction des exportations de l'Allemagne de l'Est ne sont probablement pas étrangers. La prédominance du développement de nouvelles gammes de produits dans les intentions d'extension des capacités, d'après la dernière enquête IFO, constitue une autre indication de cet effort d'adaptation de l'industrie allemande, face à la détérioration de sa position concurrentielle. La normalisation du taux de change effectif du DM, esquissée durant l'été, incitait, tant qu'elle semblait susceptible de se prolonger, à modérer l'impact ultérieur de la détérioration de la position concurrentielle de l'Allemagne sur l'évolution de ses parts de marchés. L'adaptation de l'offre allemande aux besoins d'équipement européen laisse attendre, pour les prochains trimestres, la poursuite de la reconstitution des parts de marché. Les récents développements relatifs au devenir de l'Union monétaire pourraient cependant retarder la normalisation amorcée.

Le dépassement de l'attentisme, qui inhibe encore aujourd'hui l'effort d'investissement à l'Ouest, dépendra pour beaucoup du développement stable de la demande intérieure. Il ressort des évolutions du premier semestre que la consommation a bien bénéficié d'une évolution plus favorable des revenus, mais que la détérioration observable sur le marché de l'emploi, consécutive à la poursuite des efforts de productivité, fait toujours peser une hypothèque sur l'accélération actuelle de la consommation. Le déblocage du cycle d'investissement peut en tirer prétexte pour se faire attendre.

### **... mais devrait être enfin impulsé par l'accélération de la consommation, en dépit du repli de la construction**

Le fait saillant du premier semestre a pourtant bien été la résistance de la consommation. L'interrogation principale portait sur l'impact final du mélange qu'ont constitué la réintroduction du prélèvement de solidarité, les augmentations salariales et la répercussion sur l'emploi du changement progressif de perception de leur environnement économique extérieur par les entreprises. *In fine*, le premier semestre se sera soldé par un impact globalement positif de la progression des revenus sur la consommation. L'accord pilote conclu dans la métallurgie bavaroise a donné le ton des négociations suivantes, étalées de mars à juin, qui se sont soldées par des augmentations contractuelles du salaire individuel de 3,7 % à l'Ouest et de 5,5 % à l'Est en moyenne pour 1995 : le rattrapage des niveaux de salaires contractuels de l'Ouest par l'Est continue (il va désormais de 57 % dans les industries textiles, à près de 100 % dans les industries métallurgiques et dans le secteur de l'imprimerie, les salaires effectifs par tête étant en moyenne égaux à 75 % de ceux de l'Ouest pour l'ensemble des secteurs en 1994). L'évolution effective des salaires individuels à l'Ouest est peu conforme au calendrier prévu de versement des salaires, qui aurait dû concentrer la hausse du salaire apparent par tête sur le second trimestre, alors qu'elle se retrouve essentiellement sur le premier. Il en est résulté une évolution plus favorable qu'on ne l'attendait du revenu disponible des ménages, tant à l'Ouest que pour l'ensemble de l'Allemagne, au cours du premier trimestre. Comme par ailleurs la progression des revenus non salariaux (hors transferts sociaux) est apparue forte au cours du second trimestre, la progression des revenus attendue pour ce trimestre-là s'est bien produite, mais pour des raisons différentes que celles que l'on anticipait. Au total, la progression de la fiscalité sur l'ensemble du semestre s'est révélée largement compensée.

La réaction de l'épargne des ménages restait la grande inconnue des deux premiers trimestres. Avant l'annonce des hausses salariales, l'analyse tendait plutôt à privilégier une baisse limitée du taux d'épargne en réaction à la hausse de la fiscalité, compte tenu de la stabilisation du taux d'épargne observée en fin d'année 1994, qui tendait à témoigner de la prise de conscience du caractère durable des hausses d'imposition. La compensation salariale obtenue début 1995 légitimait plutôt l'hypothèse d'un comportement d'épargne stable, à un niveau équivalent à son minimum atteint au moment de la reprise de 1983. De fait, le taux d'épargne s'est quasiment stabilisé aux niveaux touchés à la fin 1994 et les ménages enregistraient en avril, en révisant à la baisse leurs perspectives d'épargne, l'amélioration franche de leurs conditions de revenu, qui se faisait plus qu'attendre depuis le début de la reprise. Les réactions tout d'abord



verbales, puis effectives, des entreprises aux contraintes plus fortes sur leur rentabilité, n'ont cependant pas tardé à se refléter, via le marché du travail, sur les intentions d'épargne des ménages, revues à la hausse au cours du second trimestre. La résistance du chômage, dont le taux s'est relevé à 8,3 % en juin, ne favorise pas la confiance. Néanmoins, le regain possible d'épargne de précaution semble loin d'absorber le surcroît de revenus des ménages. Le dynamisme de la consommation pourrait en être freiné, mais non stoppé, car la progression des revenus, étalée sur l'ensemble des trois premiers trimestres, est le facteur qui l'emporte dans les déterminants de la consommation. De plus, l'environnement fiscal des ménages s'allègera en 1996. Il suffirait en fait de peu, sans doute une confirmation sur quelques mois de l'arrêt de la baisse de l'emploi après les évolutions moins défavorables du mois de mai, pour débloquer les comportements et appeler des enchaînements vertueux de croissance plus soutenue. L'hypothèse faite ici reporte l'accélération de l'activité sur le quatrième trimestre 1995, le temps que les entreprises perçoivent effectivement le relais pris par la demande intérieure.

Le second souffle de la croissance, à partir de la fin 1995, dépend d'autant plus du relais pris par la consommation que l'Allemagne ne peut manifestement plus compter sur les moteurs spécifiques qui ont impulsé l'activité dans le secteur du bâtiment au cours de ces dernières années. A l'Ouest, un faisceau de facteurs converge, début 1995, pour déprimer le secteur résidentiel <sup>(8)</sup> et le recul, tant des permis de construire que des mises en chantier, est assez impressionnant sur le premier semestre. Si elles indiquent plutôt la fin du boom du résidentiel, les perspectives d'évolution ne sont pour autant pas complètement déterminées. La suppression progressive des programmes de soutien au secteur résidentiel (tant à l'Ouest qu'à l'Est) exerce incontestablement un effet modérateur, dont l'ampleur fait l'objet d'estimations contradictoires de la part des différentes branches professionnelles, car la pénurie de logements est encore importante et les perspectives de revenus des ménages s'améliorent progressivement. A l'Ouest, la diminution prévue des subventions accordées par les *Länder* aux communes devrait se traduire par la poursuite du recul des constructions publiques, tandis que les perspectives de construction de bâtiments industriels et commerciaux, bien que désormais plus favorables, semblent rester encore en retrait comparativement aux cycles précédents. Sans doute y-a-t-il cependant un report vers les *Länder* de l'Est. Dans ces derniers, l'évolution du bâtiment devrait se normaliser <sup>(9)</sup> et voir sa composition se déplacer encore vers le résidentiel, avec la fin des grands projets d'investissements en infrastructures.

L'accélération prévue de l'activité au cours des prochains trimestres, suffisante pour déboucher sur une croissance de l'ordre de 2,5 % en 1995 et de près de 3 % en 1996, ne conduirait pas l'Allemagne à un niveau d'activité supérieur à son potentiel. Un durcissement des conditions monétaires serait alors renvoyé à une échéance plus lointaine et la politique monétaire jouerait un rôle plutôt neutre, accompagnant l'accélération de l'activité.

---

(8) La suppression de certains avantages fiscaux pour 1995 avait gonflé artificiellement les mises en chantier à la fin de 1994, alors que, sur l'ensemble de 1994, le contexte de demande était globalement moins favorable : la remontée des taux hypothécaires s'était conjuguée au ralentissement des loyers et à la faiblesse des revenus des ménages.

(9) Le taux de croissance des dépenses en infrastructure devrait être divisé par trois de 1994 à 1996 (pour passer de plus de 20 % à 7 %, selon les dernières estimations de l'IFO).

#### 4. L'Allemagne vue par les comptes nationaux unifiés

Avec l'intégration des *Länder* de l'Est, la nouvelle Allemagne qui se dégage de l'unification progressive des comptes nationaux se caractérise surtout par son effort d'accumulation (graphique a). La dynamique impressionnante qu'ont connue les dépenses d'infrastructure à l'Est depuis 1991 y joue pour beaucoup (graphique b) et leur ralentissement permettra de déplacer le poids vers les dépenses en équipement (graphique c), car les besoins de rattrapage restent toujours considérables en ce domaine. Une récente étude du DIW <sup>(10)</sup> permet d'évaluer l'ampleur de l'alignement des ratios de capital par tête des *Länder* de l'Est sur ceux de l'Ouest. Afin de mieux prendre en compte les écarts structurels liés aux inégalités de développement, l'intensité capitaliste est mesurée en référence à la population totale résidente et comparée, lorsque cela a été possible, aux ratios des trois *Länder* de l'Ouest les moins dotés en capital. L'image qui en ressort est contrastée.

Prioritaire, la mise à niveau des infrastructures (dans les domaines des transport, des communications, de la distribution d'eau et d'énergie) semble bien avancée (tableau), mais non achevée. Le retard est par contre toujours d'une ampleur impressionnante dans l'industrie manufacturière, qui a subi dans un premier temps l'ampleur des déclassements opérés sous l'effet de l'explosion des coûts unitaires (graphique d). Ce n'est qu'en 1994 que l'intensité capitaliste a cessé de baisser par rapport aux niveaux de l'Ouest. Le retard dans le secteur des services est par contre tel que les ratios reflètent peu le dynamisme de l'accumulation dans ce secteur. Pour l'ensemble des branches, une intensité capitaliste des *Länder* de l'Est égale par exemple à 75 % du niveau moyen de l'Ouest nécessiterait encore un doublement du stock de capital disponible (en 1994, aux prix de 1991).

Le développement d'une offre capable de combler peu à peu l'écart entre la demande intérieure et le PIB des *Länder* de l'Est (la première étant supérieure de 60 % au second) et d'engendrer des gains de productivité abaissant le niveau des coûts unitaires, reste ainsi toujours le défi de la nouvelle Allemagne.

*Stock de capital par tête <sup>(1)</sup> dans les Länder de l'Est et certains de l'Ouest, en pourcentage du niveau moyen de l'Allemagne de l'Ouest en 1994*

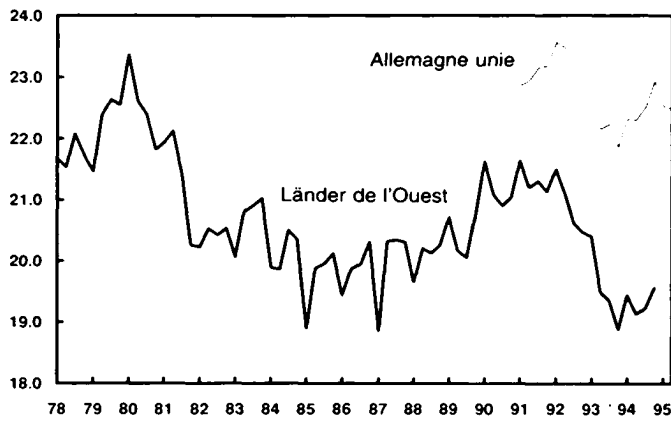
	Länder de l'Est	Trois Länder de l'Ouest les moins capitalistiques
Agriculture, pêche	51	57
Industrie	47	90
dont : énergie, eau	68	
industrie manufacturière	33	84
Commerce et transports	50	83
commerce	19*	
transports	62*	
Services	12	86
Total entreprises, hors logement	38	93
Logement	32	91

\* Chiffre pour 1993

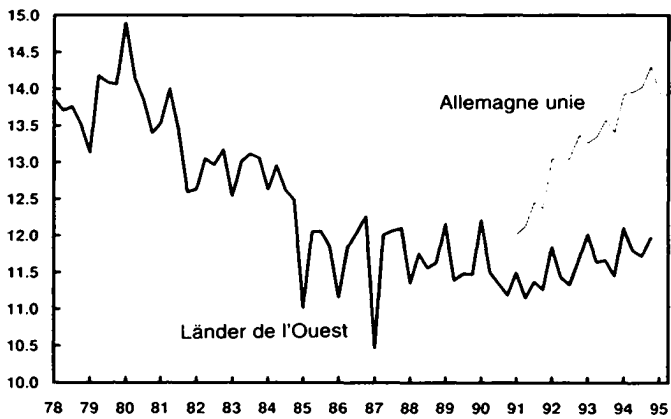
(1) Stock brut aux prix de 1991, données en début d'année en pourcentage de la population résidente

Source : DIW.

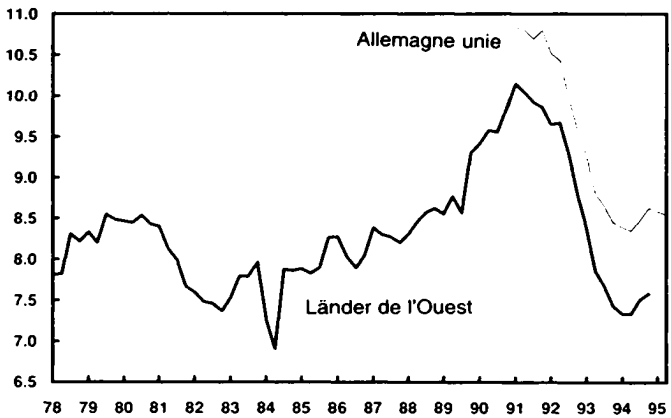
(10) Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Wochenbericht 31/95.



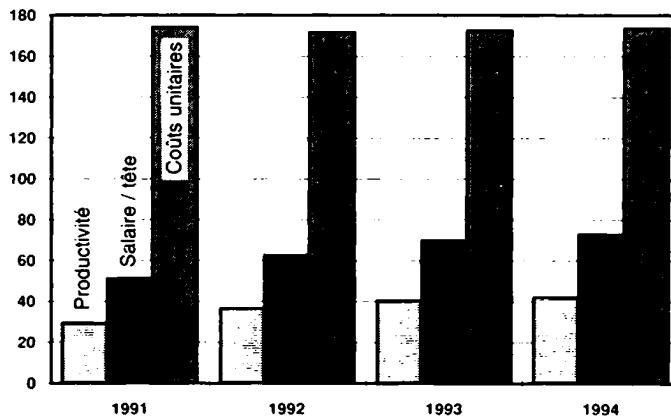
a. Taux d'investissement global



b. Taux d'investissement en bâtiment



c. Taux d'investissement en équipement



d. Productivité par tête, coûts unitaires et salaires par tête à l'Est dans l'ensemble de l'économie, en pourcentage des niveaux de l'Ouest

Source : comptes nationaux allemands.

## La Scandinavie éclatée

Parce que la différenciation des gestions nationales a repris du poids depuis quelques années, les contrastes entre évolutions conjoncturelles affectent des régions européennes qui étaient dotées jusque-là d'une certaine homogénéité. C'est le cas de la Scandinavie. Certes, la reprise des pays scandinaves manifeste bien des traits communs. Bénéficiant de débouchés élargis par les dépréciations des monnaies nationales, les exportateurs finlandais, suédois et norvégiens ont enregistré, dès 1992-1993, une vive accélération de la demande qui leur était adressée. Elle les a incités à élargir et moderniser des capacités de production, drastiquement ajustées au cœur d'une récession qui s'était dessinée dès le début 1990. Si bien que la reprise, dans ces pays, s'est traduite progressivement par un appel important aux importations de biens intermédiaires et d'équipement. En termes nets, la contribution du commerce extérieur (exportations moins importations) à la reprise est cependant d'autant plus prononcée que la dépréciation a été forte et la récession profonde. Entre 1990 et 1994, le cours effectif réel de la couronne norvégienne s'est déprécié de 8 %, celui de la couronne suédoise d'environ 15 % et celui du mark finlandais de l'ordre de 25 %. La Norvège a échappé à la récession tandis que sur les trois années 1991 à 1993, la baisse cumulée du PIB suédois a atteint plus de 5 % et celle du PIB finlandais près de 12 %. Les effets de report de l'offre vers les débouchés à l'exportation ont accompagné les effets des dépréciations et l'appel aux importations n'est survenu, en 1994, que lorsque les tensions sur des capacités restreintes se sont suffisamment affirmées, avec un à deux ans de retard par rapport au redémarrage des exportations. Le rythme de croissance des importations rattrape alors celui des exportations mais, entre temps, les balances commerciales ont eu le temps de se redresser fortement.

Ce ne sont pas seulement les ordres de grandeur selon lesquels ont joué un mécanisme commun qui différencient les pays scandinaves. C'est aussi la trajectoire sur laquelle chacun d'eux est désormais engagé. La Norvège, qui a refusé la discipline communautaire, poursuit une croissance assez régulière et peu inflationniste, aidée, il est vrai, par l'apport pétrolier. Hors la production pétrolière, son rythme de croissance s'écarte relativement peu, depuis le début des années 1990, de son taux potentiel (de l'ordre de 2 % l'an) et, comme elle le dépasse plutôt sur les toutes dernières années, elle enregistre un taux de chômage faible (quelque peu supérieur à 5 % l'an). Ce n'est évidemment pas la situation la moins favorable pour résorber des déficits publics structurellement trop importants. La rapidité de l'amélioration et l'apport des revenus pétroliers devraient permettre d'enregistrer un excédent public global en 1995. Le durcissement fiscal, notamment par la hausse du taux général de TVA, contribue aussi à redresser les comptes publics. La contrepartie est cependant un ralentissement en cours de la consommation des ménages par rapport à la progression importante enregistrée en 1994 (+ 4,4 %). Ce freinage devrait permettre à la croissance norvégienne de revenir en 1996 sur son rythme potentiel, après les chiffres élevés des années précédentes (de l'ordre de 4 % en 1994 puis de 3 % en 1995, hors production pétrolière). Les marchés valident plutôt la stratégie norvégienne, puisque le cours effectif de la couronne norvégienne, qui flotte depuis décembre 1992, a cessé de se détériorer et qu'il s'est même apprécié de 3 à 4 % du début de 1994 à la mi-1995. Contre le mark allemand lui-même, la tenue de la devise norvégienne est honorable, puisqu'elle est restée stable

en 1994 et n'a perdu qu'un peu plus de 2 % au cours du premier semestre 1995, lors de la phase baissière du dollar. La confirmation de la détente des taux d'intérêt, une fois dépassés les troubles suscités par le référendum européen de novembre 1994, a pu en conséquence conforter la croissance norvégienne.

La Finlande est peut-être l'incarnation d'une gestion habile du taux de change. Le mark finlandais s'est déprécié violemment lorsqu'une telle dépréciation, via les exportations, pouvait rapporter gros. Puis, au cours de 1994 jusqu'à la mi-1995, il s'est redressé aussi bien contre la moyenne des monnaies (son cours effectif a retrouvé à la mi-1995 le niveau antérieur au flottement décidé en septembre 1992) que contre le mark allemand (une appréciation de plus de 8 % entre le début 1994 et la mi-1995, acquise en 1994). Si les marchés ont fait preuve d'un retour de confiance spontané et correcteur, le caractère préventif de la politique monétaire, au cours de 1994, a contribué à ce résultat. Les risques inflationnistes, associés à la forte sollicitation des capacités de production par la demande étrangère et à l'ampleur de la dépréciation antérieure de la devise finnoise, sont ainsi restés contenus : la hausse des prix à la consommation a dépassé à peine 1 % en 1994, en moyenne annuelle, et devrait être de l'ordre de 1,5 % en 1995. L'entraînement de la consommation privée et de l'investissement productif par les performances à l'exportation (une progression des volumes exportés approchant les 60 % sur les quatre années cumulées 1992 à 1995) a pu se réaliser à partir de 1994 sans être handicapé par le butoir inflationniste. En 1994 et 1995, le revenu des ménages bénéficie des gains de termes de l'échange et leur taux d'épargne se replie. La croissance élevée, qui pourrait avoisiner, voire dépasser 5 % en 1995, après une performance de 3,9 % en 1994, devrait permettre de poursuivre la décrue d'un taux de chômage encore très élevé (18 % au premier trimestre 1995 après un pic de 20 % un an auparavant). En 1996, le ralentissement de la demande mondiale, les tensions sur les capacités exportatrices, la neutralisation de la compétitivité-prix joueront conjointement dans le sens du ralentissement de la croissance. L'engagement de la Finlande dans la discipline budgétaire promue par le traité de Maastricht, à partir de la situation initiale dégradée léguée par la récession, exercera également un effet de freinage. Malgré la poursuite envisagée du boom de l'investissement productif, la croissance finlandaise ralentira significativement en 1996, tout en restant nettement supérieure à la moyenne européenne.

A l'inverse, le cas suédois (qui pèse le plus lourd lorsque l'ensemble scandinave est agrégé) illustre les difficultés du retour à la croissance. Au sortir de la récession, la croissance suédoise, qui pourrait se maintenir à 2 % en 1995 après 2,2 % en 1994, s'élève avec peine au-delà d'un rythme potentiel il est vrai médiocre (1,5 % l'an). Les performances à l'exportation (une progression des volumes exportés de l'ordre de 40 % sur les quatre années cumulées 1992 à 1995) n'ont pas suffi à susciter le retour de la confiance dans l'économie suédoise. La couronne suédoise a continué de se déprécier, elle a perdu près d'un quart de sa valeur externe réelle depuis 1992 et s'est encore dépréciée de près de 9 % contre le mark allemand au premier semestre 1995. Les pressions inflationnistes suscitées par les tensions sur les capacités se sont plus vite affirmées qu'en Norvège et Finlande, puisque la hausse des prix à la consommation, après un chiffre de 2,2 % en 1994 (en moyenne annuelle), pourrait nettement dépasser 3 % en 1995. Depuis le début 1994, la politique monétaire

a dû consentir, pour y faire face, des hausses de taux courts plus prononcées que chez le voisin finlandais : à la mi-1995, les taux à trois mois dépassaient 9 % contre environ 6 % en Finlande. Ces taux pénalisent la demande interne. Les faibles gains de pouvoir d'achat des ménages en 1994 ont été mobilisés par l'épargne de précaution et par le désendettement, dans un contexte de taux d'intérêt réels élevés et de chômage important. En 1995 et 1996, l'effort de résorption d'un déficit public excessif (encore plus de 10 % du PIB en 1994) pèsera lourdement sur les ménages, via des impôts accrus et des transferts réduits, au point de faire baisser significativement le pouvoir d'achat de leur revenu sur chacune de ces deux années. Même en supposant un repli du taux d'épargne à partir du niveau élevé atteint en 1994, une baisse de la consommation des ménages paraît difficilement évitable en 1995 et 1996. La reprise des investissements productifs, qui s'est amorcée en 1994 et devrait se confirmer en 1995, en est d'autant fragilisée, en dépit de l'amélioration des profits. Elle est motivée par la réponse à la demande étrangère, qui est à l'origine de fortes tensions instantanées sur les capacités mais qui ralentira d'ici 1996. La Suède est en passe d'échouer à transformer une reprise par les exportations en expansion assise sur la demande intérieure. Depuis 1994, la Suède est passée en situation d'excédent de la balance courante et cet excédent devrait considérablement augmenter en proportion du PIB, d'ici 1996. Mais les marges de manœuvre de la politique économique n'en ont guère bénéficié jusqu'à présent. Le redressement de la solvabilité des institutions financières et publiques comme des ménages s'est avéré un processus séquentiel et contraignant. Les fonds publics ont été largement mobilisés pour le sauvetage bancaire en 1993, les ménages ont reconstitué leur épargne en 1994 et l'amélioration des comptes publics reste à l'ordre du jour.

L'attraction communautaire sur l'espace scandinave, sélective au demeurant, lui a fait perdre de sa cohésion. La soumission à la discipline communautaire, lorsqu'elle est acceptée, est un exercice solitaire qui met à l'épreuve la capacité d'adaptation nationale.

### **L'Espagne : converger n'est pas rattraper**

L'Espagne hésite entre la vertu finlandaise retrouvée (au moins provisoirement) et la mise en échec suédoise. Les facteurs et les enchaînements de sa reprise sont similaires à ceux qui ont prévalu pour les pays scandinaves. Dès le début 1993, les exportations ont tiré la reprise et ont rapidement entraîné vers le haut, à partir d'un niveau très déprimé, les investissements productifs (y compris leur composante d'extension, si l'on en juge par la progression de la FBCF en bâtiments). Cette reprise s'est avérée riche en importations de biens intermédiaires et d'équipement, si bien que, progressivement, le rythme de croissance des importations va rattraper celui des exportations : fin 1994, le glissement annuel des volumes de marchandises exportés et importés est de l'ordre de 20 %. Durant cette période de reprise, la consommation privée est restée en retrait et n'a retrouvé qu'une progression limitée. La croissance du PIB rattrape progressivement puis dépasse, au cours de 1994, son rythme potentiel (un peu inférieur à 3 % l'an). L'année 1995 est aujourd'hui assurée d'une performance honorable (de l'ordre de 3 % l'an en moyenne annuelle, voire un peu au-dessus).

Le premier semestre 1995 manifeste cependant un changement de régime dans la reprise. Certes, au premier trimestre, le PIB poursuit sur sa lancée (+ 1 % par rapport au dernier trimestre 1994), toujours propulsé par le double moteur des exportations et de l'investissement. Mais les perspectives d'activité se font plus hésitantes, surtout dans l'industrie. L'opinion sur les carnets de commandes étrangères se replie quelque peu au printemps, après le pic très élevé enregistré en début d'année. Cette perception est confirmée par le repli effectif des exportations au second trimestre. C'est la conséquence conjointe d'un ralentissement généralisé du commerce international et de la stabilisation des gains de compétitivité procurés par les dépréciations successives de la peseta. Le cours effectif de celle-ci (contre la moyenne des autres devises) avait baissé d'environ 20 % entre l'automne 1992 et la fin 1993. Après la stabilisation de l'année 1994, une nouvelle dépréciation intervient en début d'année 1995, bien plus limitée cependant (compte tenu de la baisse du dollar) et surtout annulée dès l'été. Même contre le mark, la peseta s'est redressée à partir du printemps, pour revenir durant l'été 1995 à un cours modérément inférieur à celui qui prévalait un an auparavant (une dépréciation de l'ordre de 3 % contre le mark). L'espoir de nouveaux gains de parts de marché s'estompe. La segmentation géographique montre la sensibilité des exportations espagnoles à la compétitivité-prix : encore très dynamiques à destination du marché européen, elles ont ralenti beaucoup plus vivement à destination des marchés tiers.

Certes, si l'on juge en référence au cas finlandais, une telle consolidation de la peseta a des avantages. Elle aide à contenir la résurgence inflationniste : le glissement annuel des prix à la consommation avait subi un bond de près de 1 % entre l'hiver et le printemps, passant franchement au-dessus de 5 % l'an ; depuis, il s'est significativement replié au-dessous de ce rythme. L'exercice est cependant plus difficile dans le cas espagnol, car les marchés n'accordent leur confiance qu'avec réticence. La politique monétaire ne peut guère relâcher sa garde : les taux au jour le jour sont passés d'environ 7,5 % fin 1994 à 9,5 % durant l'été 1995. Ni la consolidation de la peseta, ni le contrôle de l'inflation ne semblent pouvoir se passer aisément d'un tel durcissement. Ces évolutions pèsent sur la capacité de reprise durable de la demande interne : lorsque ce n'est pas l'inflation qui affaiblit le pouvoir d'achat des consommateurs nationaux, ce sont les taux d'intérêt qui s'avèrent pénalisants. Sur la première partie de l'année 1995, la consommation des ménages, qui a atteint péniblement fin 1994 un rythme de 2 % l'an et qui est restée en retrait de la reprise de l'activité, donne des signes d'affaiblissement, spécialement pour les biens durables, dont l'automobile. La confiance des consommateurs se détériore plus nettement que dans le reste de l'Union européenne. Cette détérioration est suffisante pour ébranler la solidité de la reprise de l'investissement. Rien n'est joué à cet égard mais le destin de la reprise espagnole traverse un moment critique.

Le paradoxe est que la reprise espagnole ne manque pourtant pas de vertus, à certains égards, pour les ménages. Après une phase intense de restructurations au cœur de la récession, elle s'est traduite rapidement par une progression de l'emploi, favorisée par des incitations publiques et la diffusion de formes d'emploi plus flexibles. Le taux de chômage a entamé son repli à partir d'un niveau très élevé, qui avait atteint près du quart de la population active au cœur de la récession. Le repli est resté limité en raison des mouvements de retour sur le marché du travail : le taux de chômage n'est passé en-dessous de

23 % qu'au second trimestre 1995. Dans le cas de l'industrie, cette évolution s'est avérée compatible avec la maîtrise des coûts unitaires, qui restent orientés à la baisse début 1995. Mais c'est beaucoup moins vrai dans l'ensemble de l'économie, non pas tant à cause des salaires, dont le relèvement est resté modéré (un rythme de hausse du salaire moyen nominal de l'ordre de 3,5 % l'an dans les accords collectifs, en 1995 comme en 1994), qu'en raison de gains de productivité très limités pour une phase de reprise : leur ralentissement est survenu très rapidement après la phase de restructuration, puisque leur glissement annuel, encore de l'ordre de 3,5 % pour l'ensemble de l'économie au cours de 1994, est tombé à environ 1 % début 1995. L'Espagne subit ici l'impact conjoncturel d'un problème structurel, qui est celui de la modernisation de son secteur abrité. Celui-ci est la source d'une « inflation de rattrapage », phénomène classique dans un pays connaissant un développement rapide à partir d'une situation retardataire. Dans la situation conjoncturelle récente, c'est évidemment un canal privilégié de transmission de l'inflation importée, surtout si les comportements de marge amplifient cette transmission. A ce facteur fondamental, se sont ajoutés en début d'année l'impact de la sécheresse prononcée sur les prix alimentaires et celui des hausses de TVA. Comme en d'autres pays européens, l'effort de résorption des déficits publics emprunte en particulier cette voie. Malgré la reprise de l'emploi, la confiance des ménages a été ébranlée par la diffusion de la flexibilité sur le marché du travail et par le prélèvement inflationniste sur le pouvoir d'achat.

Du côté budgétaire et fiscal, la politique économique, contrainte par le programme de convergence européen, ne dispose guère de marges de manœuvre, a fortiori si le moindre rythme de croissance de l'activité rend plus difficile, courant 1995, le respect des objectifs de résorption des déficits publics (soit le passage d'un déficit public global de 6,6 % du PIB en 1994 à 5,9 % en 1995). Ce respect paraît encore possible, mais au prix d'une restriction des dépenses plus forte que prévue. C'est sur la confirmation conjointe du contrôle de l'inflation et de la détente des taux d'intérêt que repose la capacité de l'Espagne à poursuivre son expansion, via une confiance retrouvée des ménages et une propension à consommer plus active. Si ce schéma favorable se réalise (et les dernières indications sont plutôt favorables) l'année 1996 serait dans la continuité d'un sentier de croissance à 3 % l'an.

L'Espagne éprouve de nouveau dans cette phase de reprise le conflit entre rattrapage sur les partenaires européens et participation à la convergence européenne. Le rattrapage concerne plutôt les variables réelles, sans qu'il soit aisé, au demeurant, de le promouvoir simultanément pour les différentes variables : le rattrapage de productivité va à l'encontre de celui des taux d'activité et d'occupation de la population en âge de travailler ; celui du PIB par tête n'équivaut pas au rattrapage du salaire réel moyen. A la différence des vingt années précédentes, la phase d'expansion de la seconde partie des années 1980 a été largement de nature extensive, privilégiant le rattrapage de l'occupation de la population et du PIB par tête sur celui de la productivité et du salaire moyen. L'Espagne a cru à l'expansion sans contrainte des débouchés offerts par sa participation au marché unique européen. Elle s'est heurtée plus durement que prévu à la contrainte de compétitivité, *a fortiori* dans la phase de surévaluation de la peseta. Les critères de convergence, qui privilégient les variables nominales, jouent à cet égard comme une incitation à l'apprentissage de la



contrainte de compétitivité. L'amplitude marquée du cycle conjoncturel résulte, pour partie, de ce conflit entre rattrapage et convergence : le rattrapage motive une expansion forte, soutenue dans la décennie quatre-vingt par les apports de capitaux externes et par l'impulsion publique ; la discipline de la convergence joue comme une force de rappel, qui remet l'économie espagnole dans le rang. Dans la phase de reprise engagée depuis 1993, la recherche d'un nouvel équilibre reste difficile et son issue incertaine.

## **L'économie française : une baisse sensible du chômage est possible**

En France, en cet automne 1995, le climat des affaires n'est guère favorable. Le PIB n'a progressé que de 0,4 % au deuxième trimestre et 1,1 % en glissement au premier semestre. Dans l'industrie, les perspectives d'activité se dégradent nettement, tant pour les perspectives personnelles que pour les perspectives générales. Ce que l'on pouvait encore, il y a quelques mois, qualifier de ralentissement du rythme de croissance après l'emballlement de 1994 s'apparente désormais à un véritable recul. Les carnets de commandes industrielles ont commencé de se comprimer au printemps dernier : le tassement des commandes étrangères a initié le mouvement, relayé depuis juin par de moindres commandes intérieures. Le repli français n'est pas spécifique : la France, qui avait progressé un peu plus vite que ses partenaires européens en 1994 et au tout début de 1995, se retrouve désormais dans la moyenne européenne. Cette convergence européenne de la première moitié de 1995 n'est cependant pas un signe encourageant.

Sur quel chemin débouche le palier actuel de l'activité économique dans son ensemble ? Un retournement à la baisse ou bien un redémarrage ? Le pessimisme des entreprises n'a pas, pour le moment, conduit à une inflexion sensible des comportements de dépense, dans un sens restrictif : les embauches continuent de se développer, fussent-elles parfois à temps partiel et souvent à durée déterminée. Les salaires individuels s'accroissent. Les investissements prévus n'ont pas été mis en cause : la baisse que tracent les comptes nationaux au deuxième trimestre est particulière ; pour les biens d'équipement, on ne décèle encore qu'un simple ralentissement de croissance. Les stocks, en revanche, ont pâti du retournement des anticipations. Jugés excessifs, ils ont été réduits, d'autant que la remontée des taux d'intérêt au printemps en alourdissait le coût. Mêmes tendances contradictoires du côté des créations et défaillances d'entreprises ; la hausse des créations d'entreprises s'est interrompue en avril et une baisse sensible s'est amorcée, tandis que les défaillances d'entreprises ont continué de se réduire.

L'analyse de la demande intérieure finale permet cependant un relatif optimisme. La confiance des consommateurs n'est guère entamée. Reprise des

embauches et hausse des bas salaires s'allient à ce qui subsiste du climat post-électoral. Les achats sont restés soutenus : durant l'explosion du marché automobile, dopé par les mesures fiscales, la consommation des autres biens ne s'est pas effondrée, et elle a retrouvé sa progression dès le contrecoup à la baisse de l'automobile à partir de juillet.

La logique de la prévision dépend crucialement de la consommation future des ménages. Nous avons supposé qu'après les aléas des deuxième et troisième trimestres 1995, la croissance de la consommation s'établirait au rythme de 2,4 % l'an. Davantage de revenus salariaux et de prestations soutiendraient la hausse du revenu global, malgré les prélèvements supplémentaires. De plus une reprise de la demande extérieure, dès le début de 1996, conforterait un redressement des commandes. Enfin la croissance de l'investissement des entreprises pourrait alors s'amplifier, dans un contexte de renouvellement des équipements, puis progressivement de besoins d'extension de capacité, aucun obstacle financier ne venant obérer les dépenses. En revanche, le contexte serait restrictif pour l'investissement et la consommation des administrations publiques, ce qui, joint au recul de l'investissement en logements, contraindrait la croissance de l'activité. La progression des exportations, même si elle s'accélère, cessera d'être supérieure à celle des importations. Malgré une reprise de la formation des stocks, interrompue en 1995, la croissance du PIB serait de 2,5 % seulement l'an prochain après 2,9 % cette année, soit un demi-point de moins chaque année que ce que nous avons prévu il y a six mois. Un environnement européen moins porteur et un contexte monétaire français nettement plus restrictif qu'anticipé en début d'année, ont sensiblement pesé sur l'activité du premier semestre 1995. Par la suite, les hausses des demandes finales seraient plus modérées en moyenne annuelle, mais pas en cours d'année.

Cela reste suspendu aux hypothèses de politique économique et à leur répercussion sur le climat général. La normalisation financière anticipée peut buter sur des tensions intra-européennes et accroître l'incertitude des entreprises. Un comportement plus prudent en matière d'embauches et de politique salariale briserait le cheminement de la reprise de la demande finale et de l'activité. Enfin, les particuliers eux-mêmes finissent par être sensibles à la dévaluation de leurs actifs, qu'ils soient immobiliers ou financiers.

La croissance du PIB, bien que plus faible, permettrait une baisse plus nette du chômage : un contenu plus intense en emplois, un accent mis sur le traitement social et une moindre croissance de la population active y concourraient.

Peu supérieure à la croissance du potentiel productif, la croissance du PIB ne comblerait pas le creux acquis durant les années précédentes : le niveau du potentiel ne serait pas atteint à l'horizon de la prévision. L'économie française resterait donc en sous-utilisation des capacités de production, avec toutes les pressions désinflationnistes que cela implique.

### **Les incertitudes de la politique économique**

La politique économique continuant de privilégier l'objectif du taux de change, les taux d'intérêt à court terme baisseraient peu : nous avons supposé un repli jusqu'à 5,2 % à la fin de 1996. C'est à peine un demi-point de moins

que le taux de septembre 1995. Les taux français resteraient supérieurs de plus d'un point aux taux allemands, réduisant ainsi l'écart actuel. Le retour à des taux réels de l'ordre de 3 % est compatible avec la croissance économique escomptée. Il n'élimine pas le sous-emploi. Les taux à long terme baisseraient jusqu'à 6,5 %. Le rétablissement, dès la fin 1995, d'une structure plus normale des taux est aussi une condition préalable à la croissance. Mais toute fluctuation, due à des spéculations sur les changes intra-européens, même si elle ne perturbe que momentanément l'équilibre, aurait des conséquences néfastes.

Le projet de budget pour 1996 table sur un déficit public réduit d'un point de PIB chacune des deux années 1995 et 1996. Dès 1995, l'objectif est difficile à atteindre, compte tenu de la faiblesse des rentrées fiscales. En intégrant les déficits sociaux et ceux des collectivités locales, le déficit public serait de 5,2 % cette année. L'an prochain, une légère dérive des comptes de l'Etat, imputable à la fois au ralentissement de la croissance et à certaines dépenses supplémentaires, et surtout le maintien d'un déficit élevé des comptes sociaux, malgré de nouveaux prélèvements, maintiendraient encore à 4,5 % le déficit public de l'ensemble des administrations.

### **L'investissement des entreprises en 1994 : des comportements différenciés selon les secteurs et les produits**

Après deux années de recul prononcé, l'investissement productif de l'ensemble des entreprises non financières s'est redressé en 1994. Sa stagnation en moyenne annuelle masque en effet une accélération continue au cours de l'année, et, selon les dernières évaluations des comptes nationaux, les dépenses seraient, à la fin de 1994, supérieures de près de 4,5 % à leur niveau de la fin 1993.

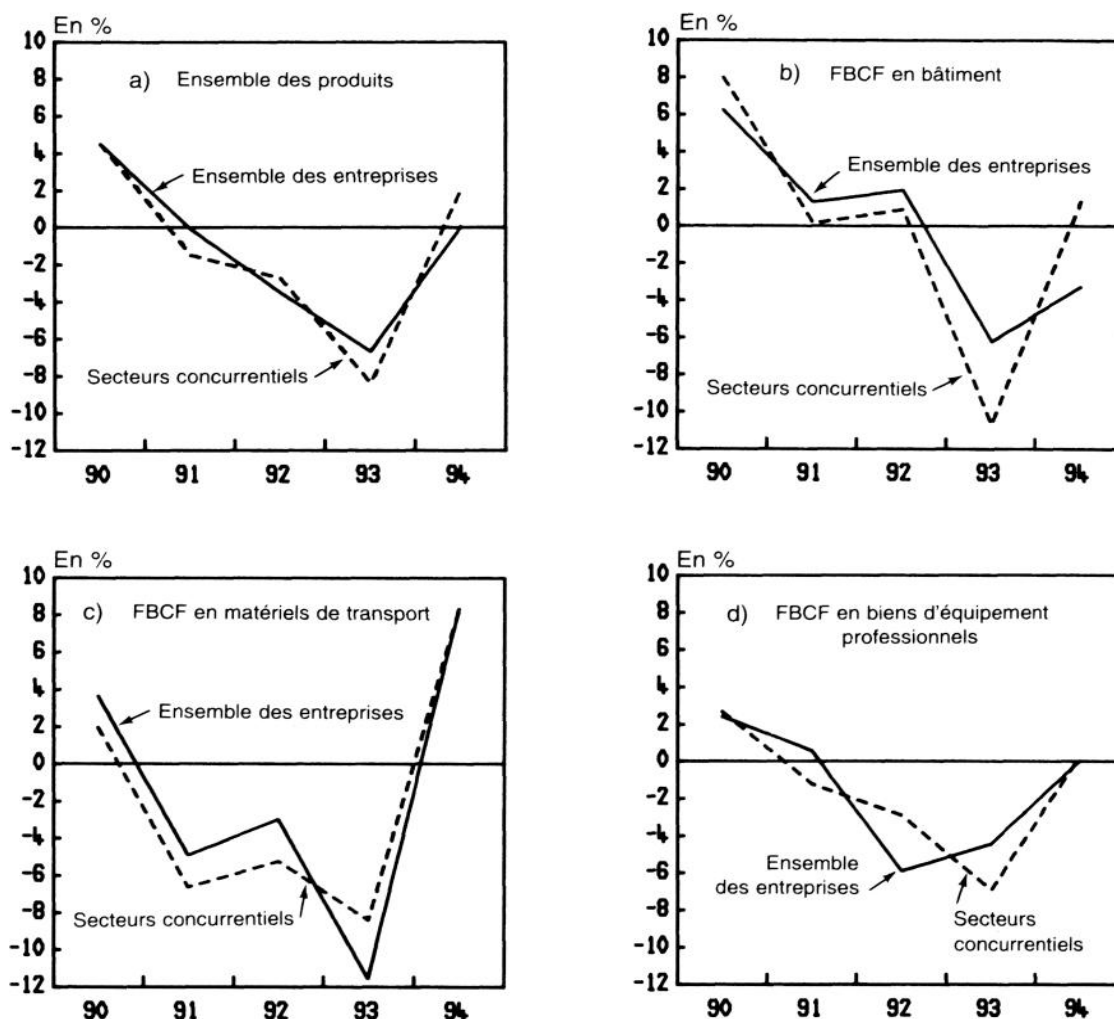
Il convient aussi de relativiser le résultat donné par l'évolution en moyenne annuelle au vu des comportements nettement différenciés des entreprises selon leur appartenance institutionnelle. Les Grandes entreprises nationales ont en effet réduit fortement leurs investissements l'année dernière (de près de 11 %), ce qui a bridé la croissance des dépenses des entreprises, considérées dans leur ensemble (graphique 20a). Dès lors, jugée à l'aune du seul secteur concurrentiel, la reprise cyclique de la FBCF a été sensiblement plus soutenue puisqu'en moyenne annuelle elle aurait crû de 2 % en 1994. Semblable mécanisme avait d'ailleurs déjà joué en 1993, mais à l'inverse : les GEN avaient contribué positivement à l'investissement productif total, le creux cyclique de l'investissement apparaissant alors plus marqué pour le seul secteur concurrentiel.

La FBCF productive en bâtiment des GEN a chuté de 19,4 % en 1994, entraînant un recul de 3,2 % pour l'ensemble des entreprises (graphique 20b). La situation apparaît plus favorable dans le secteur concurrentiel, l'investissement en bâtiment s'étant accru de 1,4 %. En revanche, pour les autres produits, biens d'équipement professionnels et matériels de transport, les comportements ont été peu différenciés (graphiques 20c et 20d) <sup>(11)</sup>.

---

(11) La part des biens d'équipement professionnels dans la FBCF productive de l'ensemble des entreprises s'élevait en 1993 à 47,4 % ; celle du bâtiment hors logement à 32,7 % et celle des matériels de transport à 11,5 %.

20. Taux de variation de la FBCF productive des sociétés



Sources : INSEE, calculs OFCE.

Cette croissance de l'investissement du secteur concurrentiel provenait pour moitié de l'élévation importante de la FBCF en matériels de transport : avec une hausse de 8,3 % en moyenne annuelle, elle a contribué à hauteur de 1 point à la croissance de l'ensemble. La satisfaction des besoins de renouvellement, différés durant la phase de dépression avec trois années de fort recul des dépenses, s'est traduite par un net rebond des achats de matériels en 1994. En revanche, la FBCF en biens d'équipement professionnels est restée atone, l'amorce d'un dégel des dépenses s'étant produit à la fin de 1994 et au début de 1995.

En ce début d'année 1995, selon des données toutefois très provisoires, l'évolution de l'investissement productif paraît hésitante ; l'accélération du premier trimestre (+ 2,3 %) a fait place au recul du second (- 1,2 %), avec un retrait des achats de matériels de transports (- 7,7 %) et un ralentissement des achats de biens d'équipement professionnels (+ 0,8 % au deuxième trimestre contre + 1,9 % au premier). La FBCF en bâtiment, quant à elle, semble rechuter.

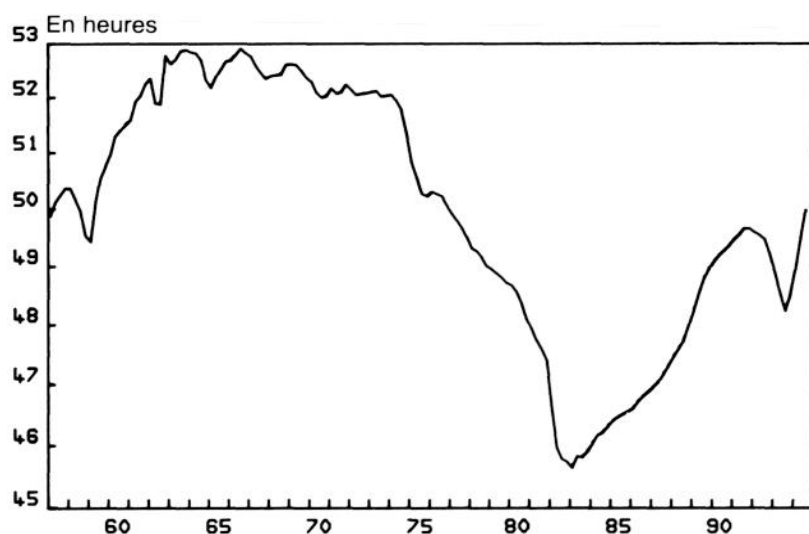
Ces à-coups ne semblent pas encore infirmer le schéma de reprise de l'investissement décrit dans nos précédentes chroniques. Après trois années de dépression, l'accumulation des besoins de renouvellement et de modernisation des capacités de production doit prolonger, au-delà des irrégularités présentes, la reprise amorcée en 1994 : le processus de liquidation des dettes passées semble maintenant arrivé à son terme et ne s'oppose plus à l'affectation des ressources financières aux dépenses réelles. Les entreprises disposent toujours de confortables marges d'autofinancement.

### Les équipements industriels ont été davantage sollicités en 1994

Selon les comptes annuels provisoires, l'investissement dans l'industrie manufacturière aurait stagné en 1994, la reprise probable des dépenses au second semestre n'ayant pu affecter significativement l'évaluation en moyenne annuelle. Au vu cependant de l'opinion qualitative des grossistes sur les ventes de biens d'équipement destinés à l'industrie, une légère croissance serait envisageable, soit 1 % selon nos estimations.

La modestie de cette reprise n'a pu encore infléchir la croissance du stock de capital en 1994 (1 % contre 1,1 % l'année précédente). La reprise vigoureuse de la production manufacturière (5,5 %) a donc nécessité une utilisation plus intense des équipements installés, qui étaient en état de forte sous-utilisation au sortir de la récession. L'évolution de la durée d'utilisation des équipements a ainsi été très marquée par les mouvements conjoncturels de ces deux dernières années (graphique 21) : selon l'enquête spécifique menée par la Banque de France, après avoir chuté de 2,5 % en 1993, la durée d'utilisation se serait redressée de 3,6 % en 1994, à la fois par l'élévation de la durée du travail, mais aussi par la création d'équipes supplémentaires, comme le suggèrent les nombreuses créations d'emplois intérimaires.

L'allongement de la durée effective du travail, par une moindre utilisation du chômage partiel, par le recours accru aux heures supplémentaires et par une

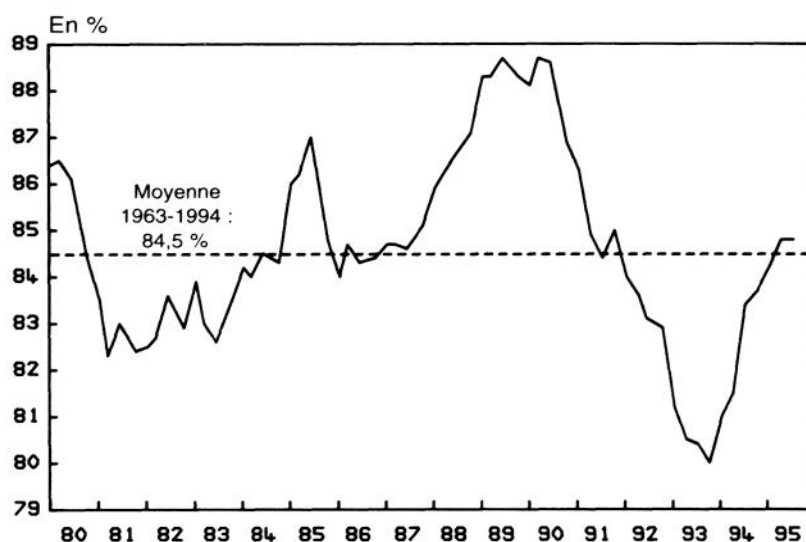


21. Durée hebdomadaire d'utilisation des équipements dans l'industrie

Sources : INSEE, Banque de France, calculs OFCE.

plus grande attention portée aux temps non productifs, a entraîné une forte contraction des marges de capacité de production sans embauche déclarées à l'enquête de conjoncture dans l'industrie. De fait, la hausse de la durée d'utilisation est allée de pair avec le net redressement du taux d'utilisation des capacités de production qui, en rejoignant sa moyenne de longue période au début de cette année, a éliminé le creux issu de la récession (graphique 22). Elle a, en même temps, limité la remontée au cours de l'année 1994, en se substituant à la remise en service d'équipements installés mais non utilisés. Mais, à présent, le sous-emploi des équipements et des personnels en place semble résorbé. Dorénavant, la poursuite de la croissance de l'activité industrielle provoquera des tensions sur l'appareil productif, incitant à étendre les capacités de production et amplifiant le cycle de l'investissement.

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



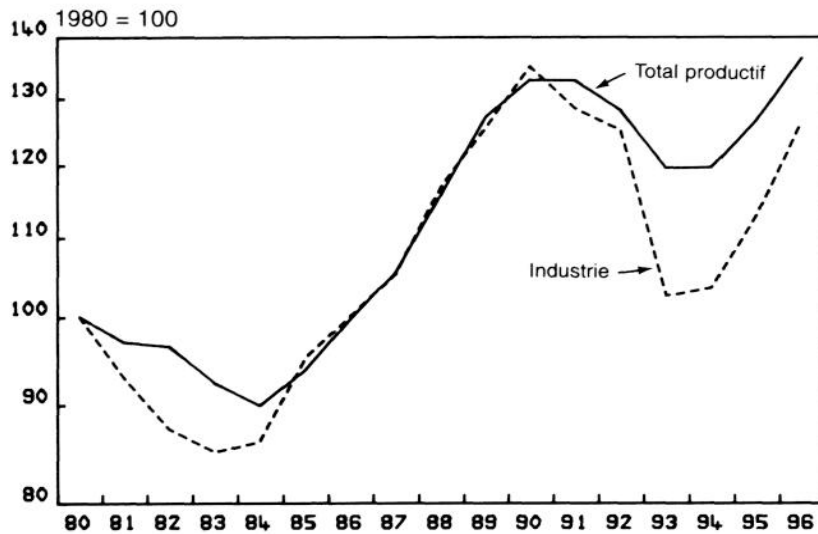
Source : INSEE.

## L'investissement poursuivra sa progression en 1995 et en 1996...

Le dégel des dépenses paraissant plus progressif qu'escompté antérieurement, l'investissement productif des sociétés croîtrait de 5,8 % en moyenne annuelle en 1995 et s'accélélerait ensuite à 7,8 % en 1996 (graphiques 23 et 24).

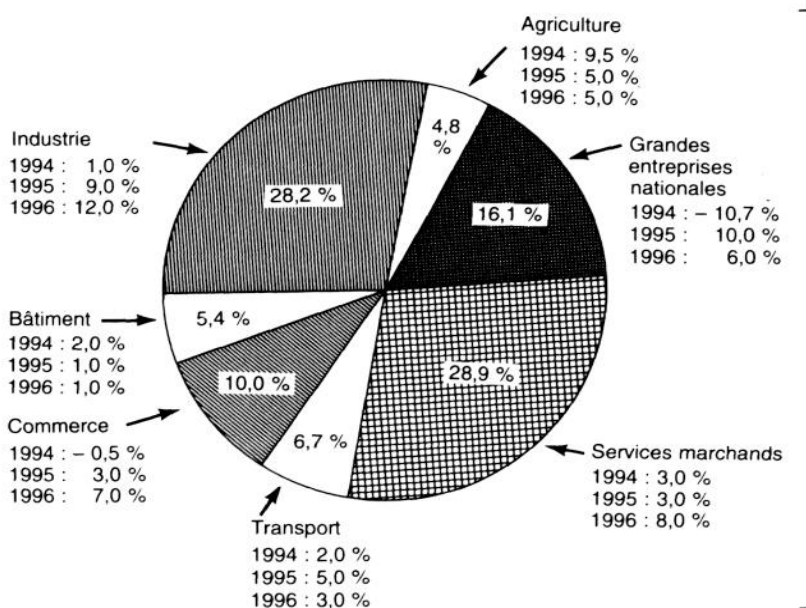
Dans l'industrie, les dépenses progresseraient en volume de 9 % en 1995 et de 12 % en 1996, mais s'accompagneraient de déclassements toujours élevés. La croissance du stock de capital s'accélélerait donc (1,3 % en 1995 et 1,8 % en 1996), mais resterait modérée au regard des rythmes d'accumulation de la fin des années quatre-vingt. Les degrés d'utilisation du capital, taux d'utilisation et durée de fonctionnement des équipements, continueront donc à s'élever.

Dans l'agriculture, selon les comptes annuels, la reprise attendue des dépenses pour 1994 s'est confirmée. L'optimisme prévalant dans le secteur du machinisme et la progression du revenu agricole ne semblent pas se démentir,



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

Sources : INSEE, prévisions OFCE.



24. Investissement productif des entreprises en volume

Ensemble des entreprises  
1993 : - 6,7 %  
1994 : 0 %  
1995 : 5,8 %  
1996 : 7,8 %

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, prévisions OFCE.

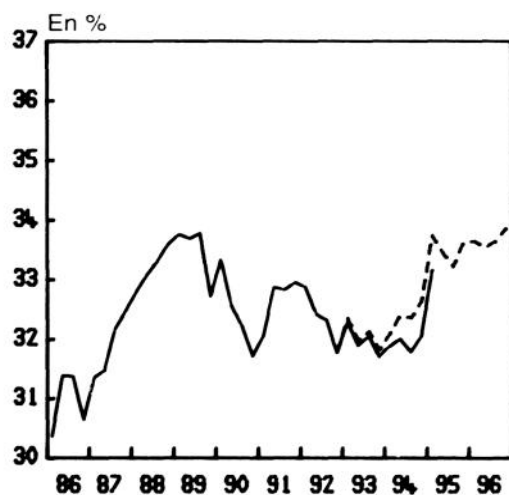
les dépenses progresseraient encore en 1995 et 1996. Dans le bâtiment, la FBCF a crû de manière modérée en 1994 selon le compte provisoire. Les perspectives d'activité, qui y apparaissent plus défavorables qu'ailleurs, devraient maintenir le rythme d'investissement à « bas régime ». Les dépenses du secteur tertiaire devraient désormais s'accélérer, modestement en 1995, puis franchement en 1996, après une reprise en 1994 (+ 2,1 % selon nos évaluations), probablement plus sensible que celle estimée par les comptes nationaux (+ 0,8 %).

Les contraintes financières pèsent toujours sur l'investissement des Grandes entreprises nationales, en particulier les entreprises de transport. L'année dernière, la SNCF, lourdement endettée, a réduit sa FBCF de 17 % en volume ; Air France, engagée dans un plan de redressement sévère, a désinvesti : à la suite de la filialisation de sa flotte, les dépenses sont devenues négatives, passant de 4 milliards à - 3,6 milliards. La Poste et France-Telecom ont réduit leurs investissements de 11,5 % en volume. Seules la RATP et EDF-GDF ont eu une contribution positive, avec une hausse des dépenses de 4,5 % et 7,4 % respectivement. L'année 1995 serait celle de la remise à niveau : une croissance de 10 % en volume effacera le repli de l'année dernière. En 1996, la FBCF progresserait moins rapidement, de 6 % en volume.

### ... et sera toujours largement autofinancé

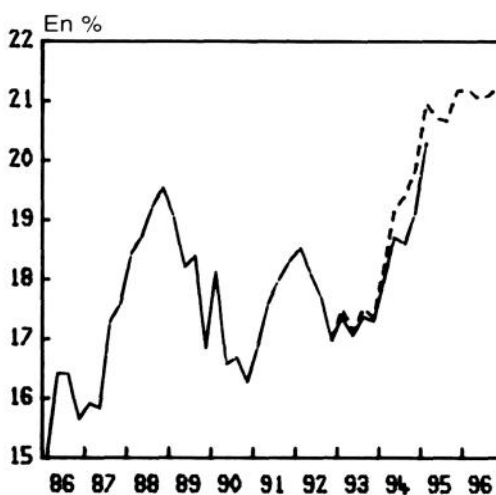
La reprise des créations d'emplois en 1994, dopées par l'extension du travail à temps partiel, a limité la progression de l'excédent brut d'exploitation. La correction consistant à estimer l'évolution des effectifs en postes à temps plein, redonne au taux de marge une évolution plus haussière. Ce dernier, qui n'avait crû, selon les comptes non corrigés, que de 0,3 point entre la fin 1993 et la fin 1994, se serait élevé de plus de 0,8 point selon nos estimations. En cette phase du cycle, les gains de productivité ne devraient plus jouer en 1995 et en 1996 pour élever encore le taux de marge. Les créations de postes seraient plus nombreuses, mais les entreprises bénéficieraient de l'allègement du coût du travail ; le taux de marge devrait ainsi se stabiliser (graphique 25a).

25a. Taux de marge des sociétés <sup>(1)</sup>



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

25b. Taux d'épargne des sociétés <sup>(1)</sup>



(1) Epargne brute rapportée à la valeur ajoutée

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

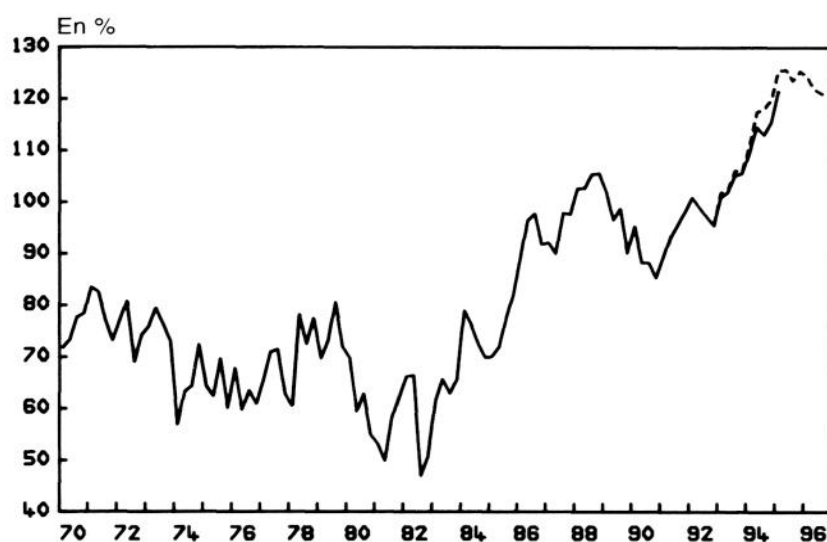
Sources : INSEE, corrections et prévisions OFCE.

Le coût du crédit devrait encore diminuer en 1995 et en 1996, mais plus modérément que l'année dernière. L'effet retardé des baisses de taux sur les crédits à long terme arrivera à son terme pour ralentir le repli du taux d'intérêt



apparent. Ainsi, l'essentiel de la hausse de leur taux d'épargne consécutive à la réduction des frais financiers a-t-il été acquis en 1994. Ce taux d'épargne se maintenant ensuite à haut niveau, les entreprises pourront financer la reprise de leurs dépenses sans recourir au crédit (graphique 25b).

L'épargne excèdera encore largement l'investissement. En forte progression en 1994, le taux d'autofinancement cesserait de s'élever en 1995. L'accélération des dépenses en 1996 amorcerait son repli (graphique 26). Mais, combinée avec la modeste reprise du stockage, elle serait en tout état de cause insuffisante pour affecter significativement la capacité de financement dégagée par les entreprises depuis maintenant près de trois années.



26. Taux d'autofinancement des sociétés (1)

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

## Le pouvoir d'achat du revenu des ménages croîtrait modérément

Alors que les ressources des ménages progresseraient sensiblement en 1995 puis en 1996, la hausse des prélèvements sociaux et fiscaux modérerait l'évolution du pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages (tableau 3).

Le retour de la confiance est visible dans les enquêtes auprès du commerce de détail, qui sont fortement corrélées à court terme avec l'évolution de la consommation des ménages en produits manufacturés. A plus long terme, les ménages seraient plus confiants grâce à l'évolution favorable de l'emploi, comme le montre l'enquête mensuelle auprès des ménages. Ceux-ci auraient donc un comportement d'épargne moins prudent qu'au cours des dernières années, où ils n'avaient pas réduit leur taux d'épargne malgré la baisse de leur revenu (graphique 27). La nécessité d'utiliser la prestation autonomie uniquement pour des services, ainsi que la faiblesse relative de l'investissement logement encourageraient par ailleurs la consommation. Celle-ci connaîtrait une croissance stable. Après l'artefact créé par la fin de la prime à la casse instaurée par E. Balladur (les immatriculations de voitures ont bondi de 49 % en

### 3. Croissance du revenu réel des ménages

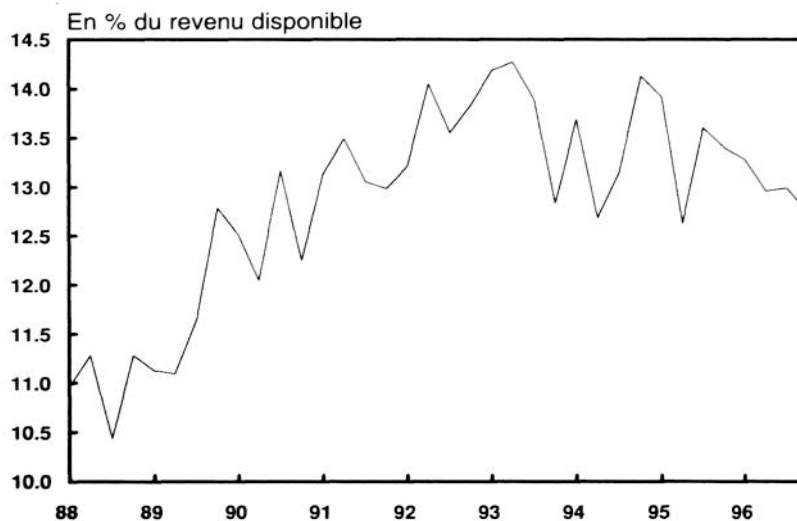
En %

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

\* 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.

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

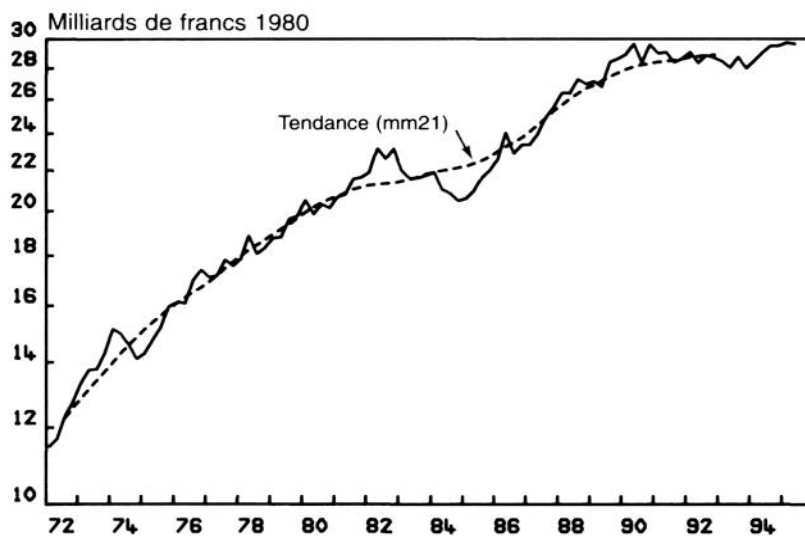


(1) Le taux d'épargne des ménages a été corrigé par l'OFCE à partir de 1993 : à la suite de la prise en compte de l'extension des emplois à temps partiel, la progression de la masse salariale a été révisée à la baisse

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

juin pour chuter en juillet, août et septembre respectivement de 32 %, 10 % puis 7 % en chiffres CVS et aboutir à un chiffre provisoire de 136 000 immatriculations en septembre), la consommation automobile serait légèrement soutenue par la nouvelle prime à la casse.

Les achats de biens durables, hors automobile, ont peu pâti des conséquences sur le marché automobile de la prime Balladur (de février 1994 à juin 1995) mais ne connaîtraient pas d'accélération après l'arrêt de celle-ci. En effet, la phase de rattrapage du cycle de consommation de biens durables semble désormais passée et l'équipement des ménages connaîtrait une croissance modérée (graphique 28). Par ailleurs, la situation financière des banques ne les incitera pas à réduire leurs marges, déjà faibles, sur les prêts aux particuliers, les obligeant à offrir à leurs clients des prêts à taux élevés. Le recours restreint des ménages au crédit de trésorerie, compensé en partie par une diminution de l'épargne-logement et de l'épargne financière, ne permettrait pas une forte accélération de la consommation.



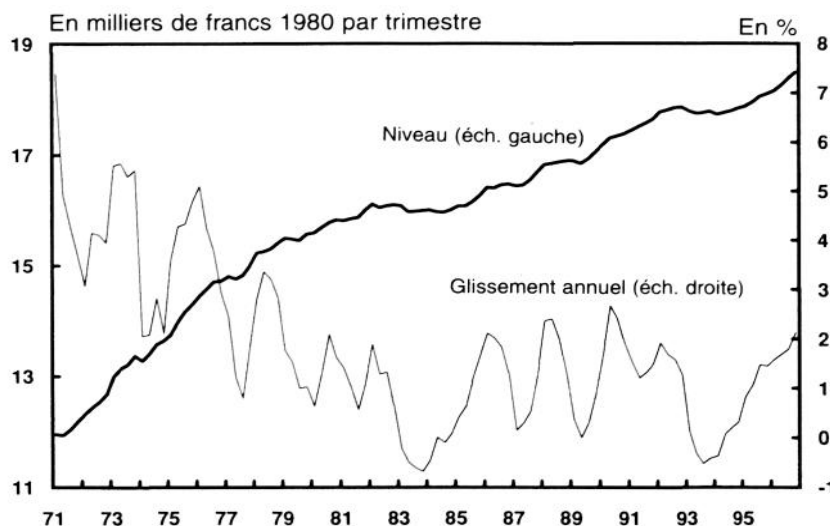
28. Consommation de biens durables hors achats de véhicules

Sources : INSEE, calculs OFCE.

### Les salaires individuels accéléreraient en 1995, les revenus de la propriété et de l'entreprise aussi

La masse salariale progresserait plus rapidement, sous l'influence des créations d'emploi et de l'évolution plus favorable des salaires. Après avoir vu le pouvoir d'achat de leur salaire de base ralentir fortement en 1993 et 1994, les employés et les ouvriers ont bénéficié d'une accélération des augmentations de salaire depuis le début de 1995 (graphique 29). Cela s'est accompagné d'un raccourcissement du délai observé entre deux augmentations depuis le mois de mai. Le mouvement revendicatif, attisé par la campagne électorale, a ainsi eu deux conséquences sur la progression du salaire de base : l'amplification des augmentations accordées et l'avancement de celles-ci. L'augmentation du SMIC décidée par le gouvernement a prolongé ces effets. Contrairement aux années précédentes, les augmentations de salaires négociées au sein de l'entreprise (elles n'incluent ni le SMIC ni les minima de branche) n'ont connu qu'un faible ralentissement au mois de juillet. L'effet d'entraînement des bas salaires sur l'ensemble de l'échelle est intervenu dans une plus grande mesure que pour les hausses — plus modestes — précédentes.

**29. Salaire moyen individuel dans l'industrie**



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

**5. Impact de la hausse du SMIC**

Selon la loi, la progression du SMIC doit être au moins égale à la moitié de l'évolution du taux de salaire horaire ouvrier au mois d'avril augmentée de la moitié de la croissance sur un an des prix à cette date. Aussi, la réévaluation légale minimale était de 2 % au 1<sup>er</sup> juillet 1995 (+ 0,8 point pour l'évolution du TSHO, + 1,2 point pour l'évolution des prix à la consommation hors tabac pour les ménages urbains ouvriers). En atteignant 4 %, l'augmentation du SMIC entraîne la revalorisation salariale pour un nombre important de personnes, notamment celles dont le salaire était inférieur à 1,04 fois le salaire minimum avant le 1<sup>er</sup> juillet 1995 (elles représentaient environ 9 % des effectifs à temps complet dans le secteur privé en 1991). En supposant que les salaires supérieurs de 6 % au nouveau SMIC connaissent une progression de 2 %, l'impact sur la masse salariale totale de la hausse du 1<sup>er</sup> juillet est de 0,3 point. Ceci amènerait un resserrement de l'éventail des salaires en bas de l'échelle (le SMIC progressant plus rapidement que le taux de salaire horaire des ouvriers).

Les augmentations salariales devraient se poursuivre. Les entreprises publiques resteraient en dehors du mouvement pour des raisons budgétaires : celles qui ont accordé des augmentations en 1995 sont restées dans les limites fixées par la lettre de cadrage envoyée par E. Balladur (progression inférieure à 1,7 %). La plupart des autres entreprises, à la suite des mouvements de grève du printemps, ont déjà conclu pour 1995 des accords salariaux entraînant une progression des primes et des salaires de base plus vive qu'en 1993 et 1994. Pour les prochains mois, l'enquête trimestrielle dans l'industrie laisse entrevoir la poursuite de la progression des salaires. Celle-ci garderait en 1996 le rythme observé en 1995 et serait compatible avec une stabilisation de la part des salaires dans la valeur ajoutée. Elle n'entraînerait donc pas de tension en moyenne sur les comptes des entreprises.

Le dynamisme des salaires dans le secteur privé rendrait difficile le gel des salaires des fonctionnaires, qui auront cependant bénéficié en moyenne d'une

évolution de leur rémunération plus favorable que les salariés du privé au cours de 1995. Les agents de l'Etat verraient une légère hausse de leurs rémunérations, primes comprises.

La hausse des taux courts, à partir de mars 1995, exigée par la défense du franc a accru la progression des intérêts effectifs versés aux ménages (confortée par l'arrêt de la baisse des taux longs). Le maintien des taux à un niveau élevé devrait permettre la stabilisation de la croissance des intérêts reçus par les ménages malgré la décélération des encours de leurs créances en liquidités et titres rémunérés observée à la fin 1994. La progression du dividende moyen par action compenserait la baisse des encours détenus par les ménages en 1994.

L'assurance-vie resterait un placement privilégié car les intérêts n'en sont pas imposables et elle est exonérée de droits de succession. L'avantage fiscal auquel elle donnait lieu étant limité à 1 000 francs, la suppression de cet avantage concernerait principalement ceux qui plaçaient de petites sommes. La modification de la fiscalité de l'épargne aura surtout un impact sur la répartition de celle-ci entre les différents supports (l'épargne-logement et les actions étant privilégiées par la fiscalité) plutôt que sur les montants épargnés.

### La réduction des prestations « emploi » serait largement compensée par la croissance des prestations « vieillesse »...

En 1996, les prestations de santé croîtraient au rythme observé de 1990 à 1992 (tableau 4). Après un ralentissement en 1994 dû à la hausse du ticket modérateur et à la restriction du nombre de produits remboursés, l'année 1995 a été marquée par une croissance plus vive des prestations. Celle-ci provient de la conjonction de deux effets. D'une part, l'absence de mesures visant à diminuer la part des remboursements dans les dépenses totales de santé entraîne mécaniquement une accélération des montants remboursés par rapport à 1994. D'autre part, les augmentations d'honoraires accordées aux praticiens en 1994 et 1995 (en juillet 1994 puis mars 1995) ont été trop importantes pour que les objectifs passés avec les syndicats de praticiens soient

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

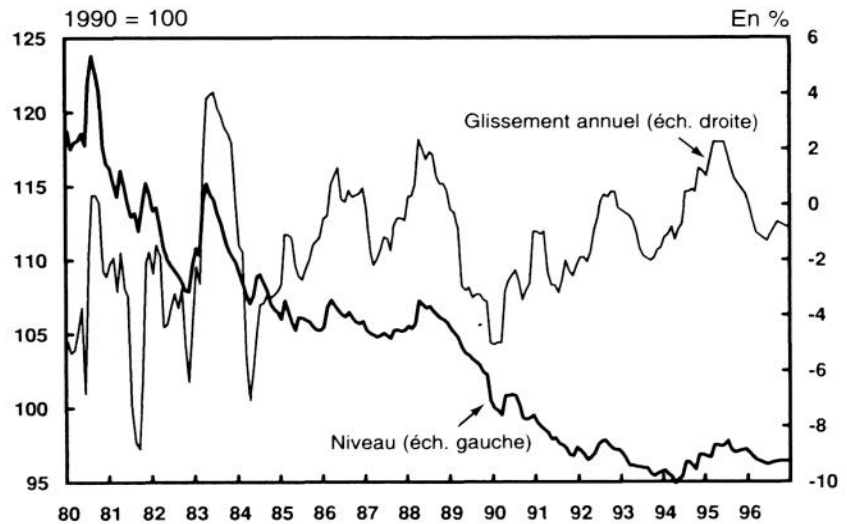
En %

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

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

atteints pour l'année 1995 : croissance des dépenses inférieure à 3 % pour les médecins libéraux, à 3,3 % pour les kinésithérapeutes (graphique 30). Dans l'hypothèse d'une limitation plus stricte des prix des soins de santé en 1996, la progression des prestations de santé (qui n'englobent pas les prestations d'hospitalisation publique) devrait retrouver sa tendance du début des années 1990 (+ 5,5 % par an en francs courants).

### 30. Prix relatif des services de santé



Sources : INSEE, calculs et prévision OFCE.

La progression des prestations famille serait la résultante de l'évolution de la démographie et de celle des revalorisations des prestations. Le triplement de l'Allocation rentrée scolaire serait reconduit alors que l'Allocation parentale d'éducation ne serait pas mise en place, en l'absence de marge de manœuvre budgétaire suffisante.

Dans la poursuite d'une évolution perceptible depuis le quatrième trimestre 1993, la réduction du nombre de chômeurs indemnisés entraînera une baisse des prestations « emploi », malgré l'augmentation de l'indemnité journalière moyenne versée par l'UNEDIC.

Enfin, les éléments prédominants dans la progression des prestations sociales seront l'introduction au 1<sup>er</sup> janvier 1996 des départs en préretraite des salariés de plus de 58 ans ayant cotisé 40 années au moins et celle de l'allocation « autonomie » destinée aux personnes dépendantes de plus de 60 ans. La première mesure devrait avoir un coût budgétaire de 4 milliards de francs, qui serait financé par le Fonds paritaire d'intervention en faveur de l'emploi, créé pour la circonstance. La seconde allocation, versée sous la forme d'une prestation en nature, permettra aux bénéficiaires de disposer de l'aide d'une personne à domicile. Le coût budgétaire total serait de 20 milliards de francs en année pleine, dont 9 milliards proviendront de la réaffectation de l'allocation déjà versée par les départements. La mise en place du dispositif serait progressive au cours du premier trimestre 1996. Il en résulterait une hausse de 0,2 % du revenu disponible brut des ménages.

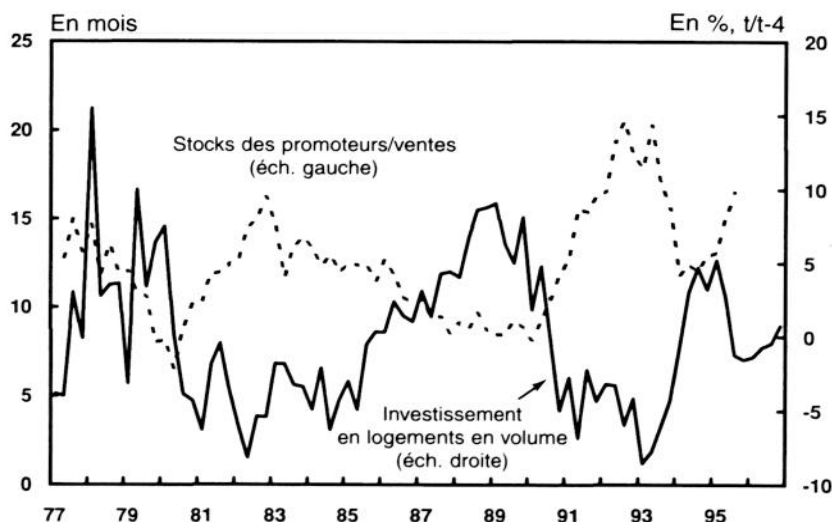
## ... qui conduirait à un alourdissement des prélèvements sociaux et fiscaux

Les taux de cotisation employeurs et salariés resteraient stables. Cependant, la suppression au 1<sup>er</sup> septembre 1995 de l'abattement de 42 francs sur les cotisations vieillesse, qui avait été accordée lors de l'introduction de la CSG, augmenterait de 6,7 milliards les cotisations des salariés en année pleine. Par ailleurs, l'hypothèse a été retenue que le financement des déficits sociaux serait assuré par un élargissement de la base de la CSG et par une hausse de son taux à partir du 1<sup>er</sup> avril 1996, mesures qui pèseraient sur le revenu des ménages à hauteur de 30 milliards en 1996. Les prélèvements fiscaux réels progresseraient de 1,6 % en 1995 et 3,9 % en 1996.

La croissance du revenu disponible réel des ménages serait ralentie (2,3 % et 2,1 %) malgré l'accélération des embauches.

## Le logement manquerait toujours de dynamisme

Après un redémarrage en 1994, l'investissement en logements a connu une stagnation pendant le premier semestre 1995. Les ventes ont chuté (- 24 % par rapport au premier semestre 1994), si bien que les stocks des promoteurs ont stoppé leur décrue, malgré une baisse des mises en vente (graphique 31). Les indicateurs de l'activité future restent mal orientés. Les autorisations et les mises en chantier ont connu une évolution erratique autour d'une tendance à la stagnation. L'enquête de juillet de l'INSEE ne fournit guère d'éléments optimistes. Dans le secteur privé, les promoteurs perçoivent une baisse de la demande. Ils prévoient en conséquence une forte réduction des mises en chantier et une reprise de la baisse des prix des terrains et logements. Le seul point positif de l'évolution est lié à l'amélioration des moyens financiers des éventuels acquéreurs, grâce à la baisse des taux à long terme. Les promoteurs semblent toutefois moins pessimistes dans le secteur public.



31. Investissement en logements et stocks des promoteurs

Sources : INSEE, ministère du Logement, calculs et prévisions OFCE.

Cette enquête a été réalisée après l'annonce de la réduction temporaire des droits de mutation (du 1<sup>er</sup> juillet 1995 au 31 décembre 1996) qui concerne peu les promoteurs. La réforme de la politique du logement promulguée après l'enquête n'aurait qu'un impact progressif sur l'investissement en logements.

La réduction des droits de mutation de 30 % ne touche directement que le marché du logement ancien. Elle pourrait cependant avoir un effet sur le marché du neuf en améliorant la fluidité globale du marché. La perspective de moins-values étant un frein à la vente de l'immobilier, la diminution de celles-ci obtenue grâce à l'allègement de la fiscalité devrait permettre une augmentation de l'offre, accélérant ainsi l'assainissement du marché. Cet effet ne sera ressenti que progressivement sur le logement neuf et ne sera pas perceptible à l'horizon de la prévision.

Le prêt à taux zéro garde les mêmes conditions que son prédécesseur, le PAP (Prêt d'Accession à la Propriété), en ce qui concerne le type de logement acheté : il doit être neuf ou nécessiter des travaux évalués à plus de 54 % de sa valeur. Le prêt à taux zéro présente quelques avantages. Il ne sera pas contingenté et il est destiné à couvrir un public plus large : 3 ménages sur 4 sont susceptibles d'être concernés par cette mesure contre 1 sur 4 pour le PAP. Les ménages moyens devront arbitrer entre un prêt à taux zéro ou la déduction fiscale des intérêts versés, qui n'a pas été supprimée dans les autres cas. Ainsi, dans la période actuelle de taux élevés et si le ménage ne bénéficie pas d'un prêt suffisant avec un Plan épargne logement, il préférera conserver l'avantage de la déductibilité fiscale des intérêts au détriment de la formule du prêt à taux zéro. L'effet immédiat de la mesure concernera essentiellement les ménages déjà détenteurs d'une épargne-logement importante, ou ceux, plus modestes, qui seront attirés par le différé de paiements et par une assurance chômage gratuite.

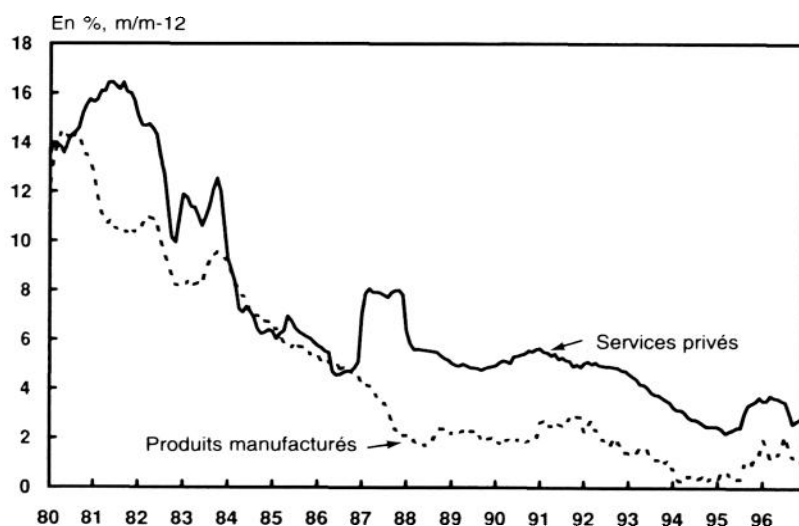
L'annonce de ces mesures en faveur du logement devrait permettre de lever l'incertitude sur les conditions de financement et les avantages liés à l'acquisition de l'immobilier pour les ménages. Par ailleurs, ces mesures toucheraient un nombre plus important de foyers que dans le passé. Elles permettraient de stabiliser progressivement un marché peu fluide qui pâtira de la hauteur des taux de marché.

### **La hausse de la TVA ne serait pas totalement répercutée**

Les prix à la consommation connaissent un ralentissement régulier depuis 1991, aux aléas saisonniers près. La hausse de la TVA, associée à la hausse du SMIC, pouvait modifier durablement la trajectoire de l'inflation en France, notamment si les mécanismes de formation des prix ne s'étaient pas modifiés au début des années quatre-vingt. Au mois d'août, l'augmentation de 2 points du taux de TVA « normal » à 20,6 % n'a été que partiellement répercutée : la hausse de l'indice des prix à la consommation a été de 0,4 % alors que l'effet mécanique de la mesure se situe entre 0,9 et 1 point. Les résultats du mois de septembre, après le retour des congés annuels, devraient confirmer la diffusion lente et incomplète de la hausse de la fiscalité indirecte. La diffusion pourrait s'étaler sur 4 à 5 mois. Elle serait légèrement plus rapide dans les services du secteur privé que pour les produits manufacturés (graphique 32). Les délais d'affichage en magasins, le recours à des catalogues pour la rentrée ou pour la



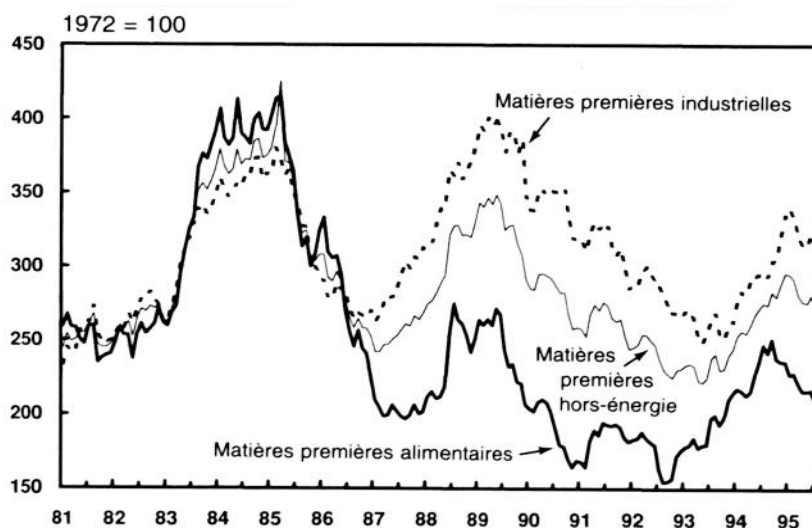
vente par correspondance (imprimés avant l'annonce de la hausse) et la saisonnalité de certains articles rendent en effet les prix des produits manufacturés plus inertes que ceux des services. La répercussion de la hausse de la TVA serait incomplète. La consommation reste fortement déterminée par les prix, si bien que commerçants et prestataires de services sont amenés à réduire encore leurs marges, dans un contexte où les coûts de production ne progressent pas vivement.



32. Prix à la consommation

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Dans l'enquête mensuelle de l'industrie, les perspectives d'évolution à court terme des prix de vente auprès des biens de consommation se sont stabilisées. Par la suite, les prix à la production devraient connaître une progression mesurée. Les prix des matières premières, après une période de forte croissance en 1994, se sont stabilisés en dollars. La forte revalorisation du franc contre la devise américaine a ainsi permis une baisse du prix des matières premières industrielles au premier semestre 95 (graphique 33). Celle-ci ne



33. Prix en francs des matières premières

Sources : INSEE, calculs OFCE

devrait pas être remise en cause, selon nos prévisions de stabilisation du prix des matières premières sur les marchés mondiaux et de faible progression du dollar. L'évolution des coûts salariaux resterait aussi maîtrisée. La hausse des salaires entraînée par le « coup de pouce » sur le SMIC du mois de juillet 1995, serait compensée par l'allègement des charges sur les bas salaires inclus dans le plan « Emploi ».

Compte tenu de la faible croissance des autres postes de l'indice des prix à la consommation en 1996, les prix relatifs des services privés accéléreraient tandis que ceux des produits manufacturés stagneraient.

### **... et les autres prix progresseraient lentement**

L'indice « loyers-eau » devrait ralentir, y compris par rapport à l'indice d'ensemble, après la répercussion sur le prix de l'eau de la hausse de la TVA. Les loyers progresseraient peu car l'indice du coût à la construction, reflétant l'atonie de l'activité dans le bâtiment, reste stable.

L'évolution des prix de marché ne devrait créer que de faibles tensions sur les prix alimentaires et ceux de l'énergie. Le repli de la production agricole mondiale et la réduction des stocks qu'elle implique pourrait amener une légère accélération des prix alimentaires, dont la croissance resterait cependant très inférieure à celle des prix à la consommation. Les prix de l'énergie progresseraient lentement grâce à la modération de la hausse du prix du pétrole exprimé en francs et à la décrue du prix du gaz domestique. Seule la hausse de la taxe intérieure sur les produits pétroliers (TIPP) entraînerait une accélération ponctuelle des prix au premier trimestre 1996.

Le prix du paquet de cigarettes devrait connaître un bond au 1<sup>er</sup> janvier 1996, sous le coup d'une hausse des prix décidée par les producteurs et d'un alourdissement de la fiscalité.

Les prix contrôlés par les services publics et les administrations connaîtraient une faible augmentation. Les prix des services publics verraient une légère accélération. La hausse des prix de la RATP prévue par le plan d'entreprise (+ 3 point au-dessus de l'inflation) ne serait pas compensée par la baisse des tarifs SNCF ou celle des transports aériens, la concurrence dans ce secteur ayant déjà entraîné un fort ralentissement des prix.

Les fortes hausses des prix des services de santé accordées en 1994 et 1995 ayant entraîné un gonflement des prestations maladie au-delà de l'objectif fixé entre les professions médicales et le gouvernement, les augmentations de tarif des services de santé resteraient faibles en 1996.

Dans un contexte de faibles tensions sur les prix, tant internes qu'externes, la hausse de la TVA décidée au mois d'août ne devrait entraîner qu'une accélération passagère des prix ; la progression serait maximale au premier trimestre 1996 (+ 0,7 % en moyenne trimestrielle) : les effets de l'étalement dans le temps de la répercussion de l'augmentation du taux de TVA et des hausses annuelles

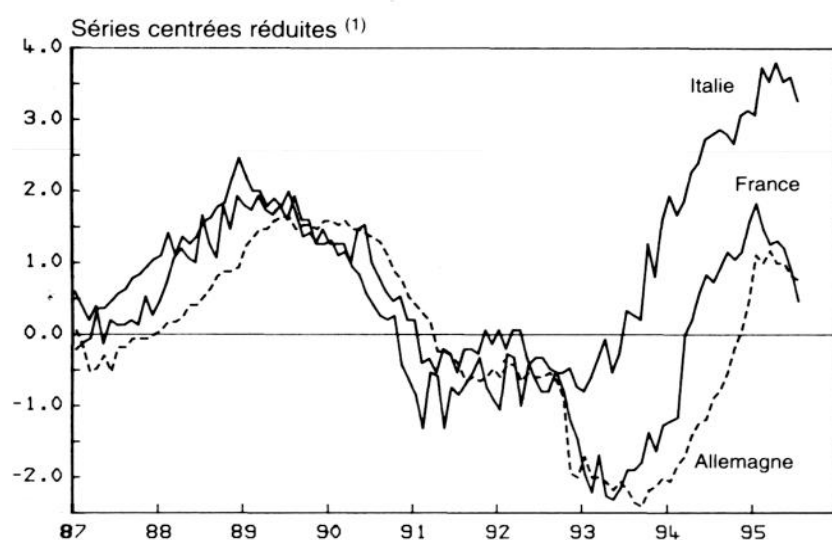
traditionnelles du début d'année (l'indice des prix n'est pas encore corrigé des variations saisonnières) s'ajouteront lors de ce trimestre. Les prix retrouveraient à la fin de 1996 le rythme de progression sous-jacent qu'ils avaient avant le 1<sup>er</sup> août 1995 : + 1,2 % en rythme annuel.

### La progression de l'excédent du commerce extérieur...

De performances exceptionnelles en records battus, le commerce extérieur n'a cessé de s'améliorer. Au premier semestre 1995, le solde FAB/ FAB a atteint 60,4 milliards de francs, soit 1,6 % du PIB. Le taux de couverture des échanges s'est élevé à 109,2 % ; il faut remonter à 1959 pour retrouver une telle performance. Pour l'ensemble de l'année 1995, l'excédent de 1994 (82,9 milliards de francs) sera nécessairement dépassé.

Pourtant, le ralentissement de l'économie mondiale, en particulier européenne, est manifeste ; le tassement des commandes étrangères est net ; et des propos alarmistes ont été tenus par les entreprises exportatrices après les dépréciations supplémentaires de certaines monnaies européennes au printemps dernier.

Le fait que les commerces extérieurs des pays à monnaie forte soient crédités d'amples excédents ne témoigne cependant pas d'une atténuation de la concurrence et d'une inefficacité des dévaluations compétitives. L'analyse comparée des commandes étrangères montre bien que les situations diffèrent (graphique 34). Certes, tous les pays européens ont vu leurs commandes ralentir au premier semestre 1995 après la forte montée de 1994, mais plus ou moins intensément, selon les situations du change. Les replis enregistrés en Italie et en Espagne sont modérés et leurs commandes restent à haut niveau. A l'inverse, en France le repli est brutal. Les dépréciations monétaires du



34. Commandes étrangères dans l'industrie

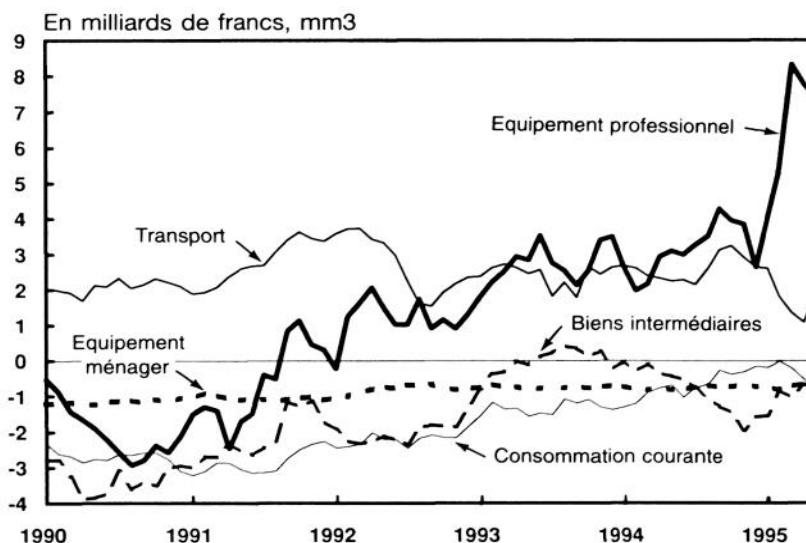
(1) Les niveaux des soldes d'opinion ne sont pas comparables entre pays car il y a des différences de comportements de réponses. Les séries initiales sont centrées et réduites sur la période 1979-93, pour être rendues homogènes et donc comparables. Série centrée réduite = (série initiale - moyenne de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

printemps 1995 diffèrent des précédentes et tout particulièrement de celles de l'automne 1992. A l'époque, les commandes étrangères des pays qui avaient dévalué s'étaient vivement élevées, malgré l'entrée en récession, à l'inverse de celles de la France et de l'Allemagne. Dans la période récente, la faiblesse du dollar et une accélération des prix en Europe du Sud limitent l'ampleur de l'impact compétitif des dépréciations.

En France, l'appréciation du taux de change effectif, tant nominal que réel, obère la compétitivité des prix. Selon les industriels, les marges bénéficiaires ont été réduites, mais ces efforts n'ont pas été suffisants ; les industries de biens de consommation courante et, de façon plus générale, les petites entreprises ont déclaré les plus grandes difficultés.

Du point de vue du commerce courant, des parts de marché ont été perdues et les pertes devraient se poursuivre à l'horizon 1996. La bonne tenue des exportations tient pour une part essentielle aux opérations exceptionnelles. Celles-ci concernent surtout les biens d'équipement professionnels, d'où la forte croissance de l'excédent de cette branche (graphique 35). La livraison, en avril dernier, d'un paquebot et d'un satellite et la forte croissance des exportations d'Airbus au premier semestre ont gonflé nos exportations totales.

### 35. Solde industriel par produits



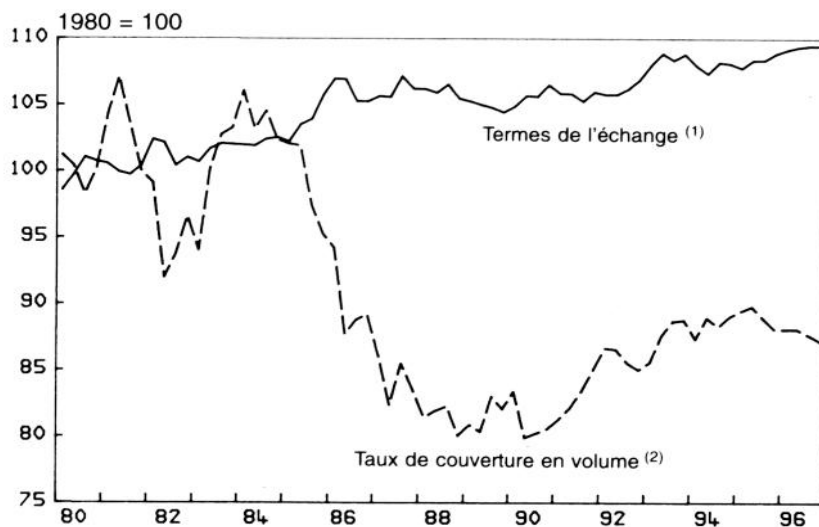
Source : Douanes.

Les ventes d'Airbus devraient progresser de l'ordre de 11 % en 1995, en francs courants. Or un peu plus des deux tiers des livraisons prévues ont été faites dans la première partie de l'année. La livraison de gros porteurs a gonflé la progression des recettes bien au-delà de celle du nombre d'appareils vendus. Finalement, la hausse des exportations industrielles au premier semestre (+ 6,6 % en francs courants) n'est plus que de 5 % hors ventes d'avions. Autant dire que les gains de parts de marché de la France s'expliquent par les opérations exceptionnelles. Et qu'au second semestre 1995, un creux compensera le surplomb du début d'année.

En 1996, les exportations en volume progresseraient un peu moins que la demande mondiale adressée à la France (en moyenne annuelle 6 % contre 6,9 %). Taux de change surévalué et spécialisation encore trop peu développée pour les biens d'équipement professionnels expliquent cette dégradation. Mais celle-ci serait modérée, le profil intra-annuel des ventes françaises et des importations mondiales restant parallèles.

Le volume des importations s'est nettement ralenti au premier semestre 1995, comme partout en Europe. Moindre demande finale, déstockage et attentisme des entreprises expliquent cette modération. Une reprise peut être prévue, en lien avec la consommation intérieure. Importations et exportations iraient alors de pair, le taux de couverture cessant ainsi de s'améliorer à partir du troisième trimestre 1995. Les moyennes annuelles feraient cependant encore apparaître une avance des ventes sur les achats en 1995, avant que la situation ne s'inverse en 1996.

L'amélioration des termes de l'échange, en lien avec l'appréciation du franc, a aussi contribué à celle du solde industriel. Une quasi-stabilisation peut être entrevue au cours des prochains dix huit mois (graphique 36).



36. Commerce extérieur des produits manufacturés

(1) Prix d'exportation / prix d'importation.

(2) Exportations en volume / importations en volume.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Le solde industriel dépasserait 60 milliards de francs cette année ; c'est une performance historique pour le solde civil, les échanges de matériel militaire dégagant désormais de faibles excédents, à l'inverse du début des années quatre-vingt. En 1996, l'excédent industriel se dégraderait un peu, mais il resterait élevé (60 milliards de francs), supérieur à celui de 1994.

Le solde agro-alimentaire a également contribué à gonfler l'excédent extérieur au premier semestre 1995. Le progrès des exportations de céréales et de produits laitiers a compensé le renchérissement des prix des produits tropicaux importés. Ce progrès devrait être confirmé au second semestre et en 1996. Les

craindre d'une réduction de l'excédent céréalier, du fait de la mise en œuvre de la réforme de la PAC, sont momentanément éloignées. La hausse des prix internationaux est telle que les prix européens sont pratiquement rejoints, sans restitution. En effet, l'équilibre mondial production / consommation est à l'heure actuelle instable ; la production nord-américaine est en baisse pour des raisons climatiques (au point que les Etats-Unis ont décidé cette année de supprimer la jachère), tandis que les besoins d'importations se sont accrus : la Russie a vu sa récolte diminuer de moitié, sécheresse et manque d'équipement se combinant. La production européenne s'est maintenue et la récolte française s'est très légèrement accrue en 1995 par rapport à 1994, sans toutefois atteindre la moyenne 1989-93. Selon le ministère de l'Agriculture, l'équilibre entre consommation intérieure, livraisons intra-communautaires et exportations vers les pays tiers est encore incertain. Le contexte de forte demande mondiale pourrait encourager les exportations françaises ; mais la concurrence intra-européenne à l'exportation et, éventuellement, une limitation imposée par la Commission aux volumes exportés pour assurer en priorité l'approvisionnement intérieur sont de nature à modérer les performances externes de la France. En Europe, le taux de jachère sera réduit l'an prochain. Nous avons supposé une hausse des volumes d'exportation et des prix. La hausse des volumes est également fondée sur de bonnes performances des industries alimentaires. Les importations devraient être modérées : la hausse des prix s'atténue, sauf pour certaines denrées, telles le café. Au total, l'excédent agro-alimentaire devrait être un peu supérieur à celui initialement escompté, puisque les termes de l'échange ne se dégraderont plus.

Le déficit énergétique s'est un peu réduit au premier semestre 1995 : la baisse du dollar a compensé la remontée des cours du pétrole brut, tandis que les besoins d'importations évoluaient peu. En l'absence de mouvements brusques sur les cours mondiaux et les parités monétaires, le solde énergétique se stabiliserait à bas niveau. Au total, le solde commercial serait proche de 100 milliards, chacune des deux années 1995 et 1996 (graphique 37 et tableau 5).

### **... montre que ce n'est pas d'insuffisance de financement dont souffre la France**

La balance des paiements courants dégage aussi d'amples excédents : 74 milliards de francs au premier semestre 1995, après 43,4 milliards pour l'ensemble de l'année 1994. Pour l'année 1995, un excédent de 93 milliards est prévu : l'amélioration du solde commercial des marchandises atteindrait en effet 20 milliards de francs. Un versement de 20 milliards effectué par les institutions européennes est intervenu en début d'année dans le cadre de la PAC. Enfin, les revenus d'investissements s'améliorent sensiblement : un creusement exceptionnel en 1994, dû au paiement des coupons sur les reventes par les non résidents de titres de la dette publique, et l'accroissement des revenus sur les placements français à l'étranger y concourent. La légère dégradation du solde touristique obère donc peu l'amplification de l'excédent global. Aux facteurs exceptionnels près (subventions européennes en particulier) l'excédent de la balance des paiements courants restera élevé (80 milliards en 1996 après 93 en 1995). Rapporté au PIB, cet excédent dépasse 1 % (graphique 38). Ce n'est pas, en tout cas, d'insuffisance de capacité de financement dont souffre la France.

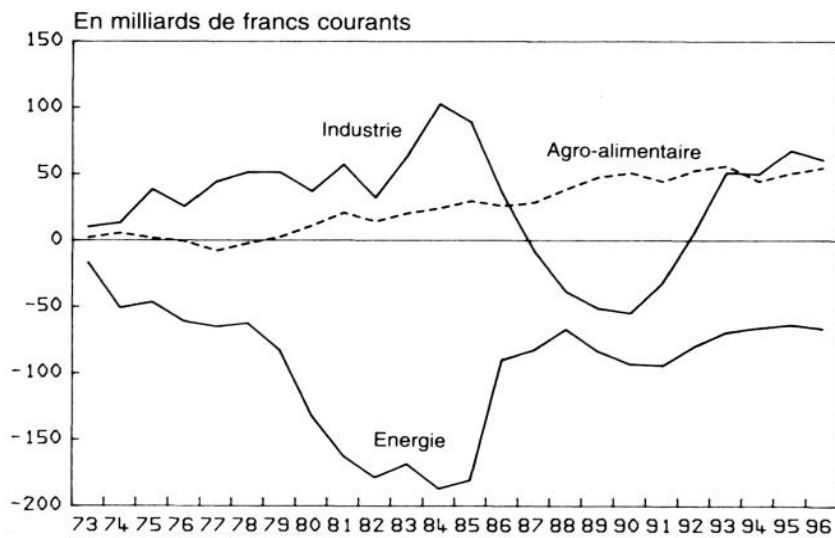
5. Soldes extérieurs

Milliards de francs courants

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
					Prévision	Prévision
Agro-alimentaire	44,4	53,2	56,7	44,9	51	55
Energie	- 94,8	- 79,5	- 68,8	- 65,4	- 63	- 66
Industrie - y compris matériel militaire	- 31,8	6,8	51,4	50,1	68	61
- hors matériel militaire	- 46,5	- 9,6	40,7	42,5	60	49
Solde FAB/CAF	- 82,1	- 19,5	39,4	29,5	56	50
Solde FAB/FAB (1)	- 30,2	30,0	87,6	82,9	102	100

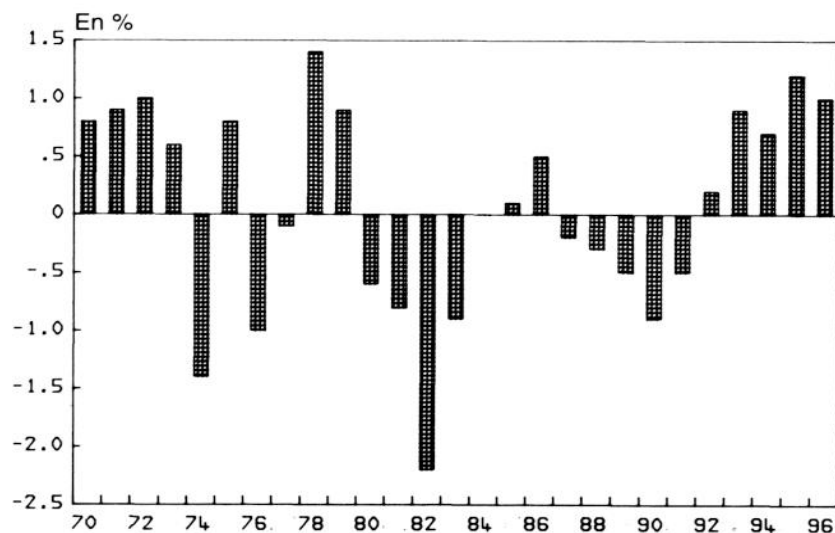
(1) Les importations FAB sont inférieures aux importations CAF de 4 % en 1991, 4,2 % en 1992 et 1993, 3,3 % en 1994, 1995 et 1996.

Sources : Douanes, INSEE, prévisions OFCE.



37. Soldes commerciaux par produits (FAB/CAF)

Sources : INSEE, prévisions OFCE.



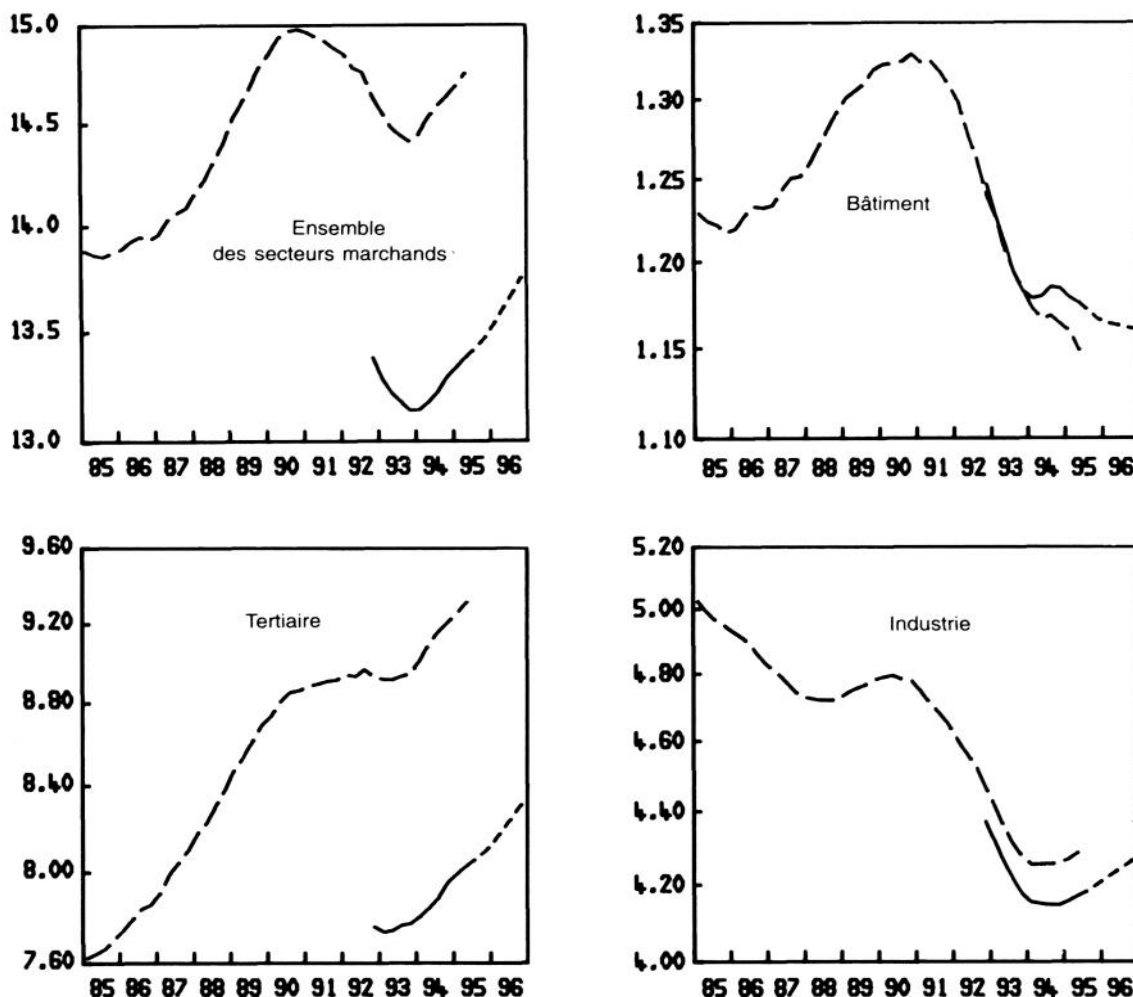
38. Balance courante en pourcentage du PIB

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

## Les créations d'emplois se sont poursuivies au premier semestre 1995

Selon les derniers chiffres d'emploi disponibles, publiés dans la nouvelle nomenclature <sup>(12)</sup>, les effectifs salariés ont progressé de 90 000 entre la fin décembre 1994 et la fin juin 1995. Ce mouvement prolonge la reprise des créations de postes engagée en 1994, alors localisée dans le seul secteur tertiaire. Le fait marquant de la première moitié de cette année est la croissance des effectifs de l'industrie : 25 000 emplois s'y sont ajoutés aux 75 000 créations du secteur tertiaire. Le bâtiment, quant à lui, paraît rechuter après que les effectifs aient cessé de baisser en 1994 (graphique 39).

39. Emploi salarié <sup>(1)</sup> (millions, cvs)



(1) En fin de trimestre

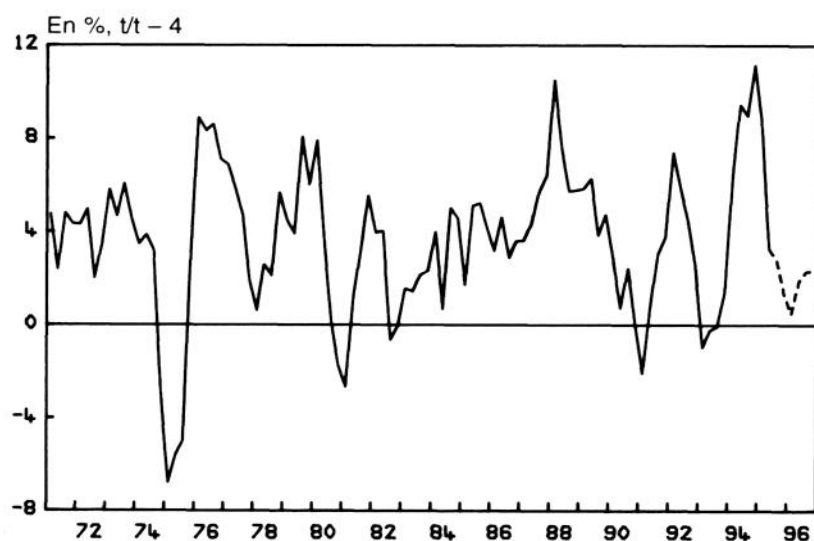
Le changement de nomenclature institué en septembre 1995 entraîne une discontinuité des séries

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

(12) Dorénavant, les statistiques d'emplois du secteur privé non agricole sont publiées dans la Nomenclature d'Activités Françaises qui succède à la Nomenclature d'Activités et de Produits 1973. Elle regroupe l'ensemble des secteurs hors agriculture, administration, éducation, santé et action sociale. Les prévisions sont établies sur le nouveau champ.



La reprise de l'emploi industriel paraît conforme aux comportements habituels de gestion de la main-d'œuvre. La hausse de la production en 1994 a pu, dans un premier temps, s'effectuer sans recours à l'embauche ferme car, au sortir de la récession, les effectifs étaient fortement sous-utilisés. Le taux d'utilisation de la main-d'œuvre était alors tombé très bas. En 1994, les entreprises ont résorbé l'excès de main-d'œuvre, relevant fortement la productivité (plus de 11 % entre la fin 1993 et la fin 1994) et revenant à un niveau normal d'utilisation à la fin de l'année (graphique 40). L'expansion s'étant poursuivie, les industriels ont alors réembauché.



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

(1) Production par tête.

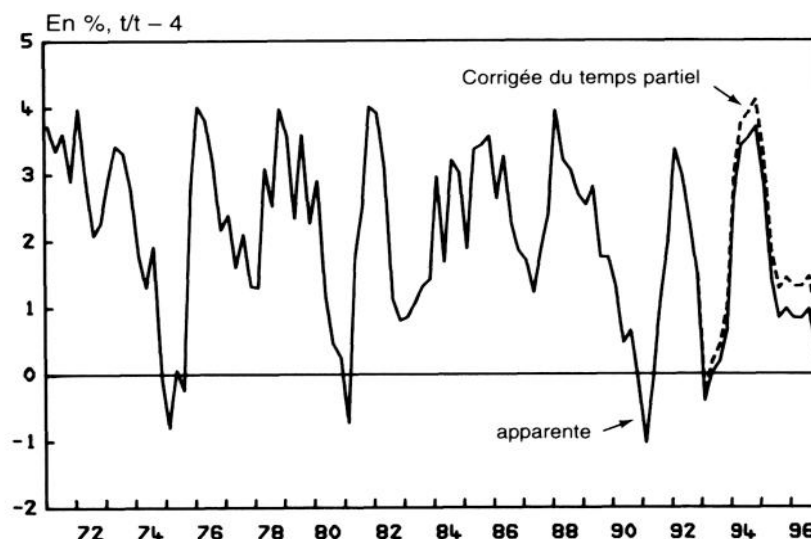
Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

L'élévation de la productivité en 1994 est toutefois en partie fictive. Les entreprises ont aussi recouru aux formes précaires d'emploi, en particulier aux emplois intérimaires, pour instituer des équipes de travail supplémentaires et faire fonctionner davantage les équipements. Or ces embauches ne figurent pas au nombre des effectifs industriels car ils demeurent comptabilisés dans le secteur tertiaire : les emplois intérimaires, inscrits dans le secteur des services aux entreprises, ont crû de 75 000 en 1994. Leur réaffectation aux secteurs utilisateurs corrigerait l'image de l'inertie des effectifs industriels au cours de l'année 1994. Dans un second temps, les entreprises ont transformé certains contrats d'intérim en emplois définitifs. Les effectifs concernés sont alors passés du secteur tertiaire au secteur industriel, ce qui a contribué au ralentissement de la croissance de l'emploi dans les services aux entreprises : 30 000 créations dans ce secteur au premier semestre 1995 contre 55 000 au second semestre 1994.

Dans les commerces, les créations se sont accélérées (30 000 emplois supplémentaires au premier semestre 1995 contre 10 000 au précédent), tandis que les services aux particuliers ont cessé d'augmenter leurs effectifs alors que près de 50 000 postes avaient été créés en 1994.

A nouveau, les effectifs tertiaires ont probablement encore été gonflés par le développement du travail à temps partiel, comme ils l'ont été en 1993 et 1994 à la suite de l'institution de l'abattement de charges patronales en septembre 1992. Ainsi, d'après l'enquête emploi de mars, réalisée auprès d'un échantillon de ménages par l'INSEE, la part des emplois à temps partiel dans le secteur tertiaire s'est fortement élevée : entre 1991 et 1994, elle a gagné trois points, passant de 15,5 % à 18,6 %, alors qu'elle était restée stable à un peu plus de 15 % de 1986 à 1991. Selon nos estimations, il en a résulté des créations d'emplois supplémentaires, s'élevant à 45 000 en 1993 et à 50 000 en 1994. En équivalent temps plein (la durée moyenne du travail à temps partiel est légèrement supérieure à un mi-temps), le secteur tertiaire aurait créé en 1994 non pas 183 000 mais environ 132 000 emplois. La croissance réelle des effectifs totaux se serait ainsi établie à 0,8 % et non pas à 1,2 %, et la productivité dans les secteurs marchands serait apparue plus dynamique (graphique 41).

41. Productivité dans les secteurs privés hors agriculture (1)



(1) PIB par tête

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

### Le marché du travail restera dynamique en 1995 et en 1996 si la politique de traitement social n'est pas atténuée

Dans l'industrie, les créations se poursuivront : 50 000 emplois supplémentaires en 1995 et près de 70 000 en 1996, soit une croissance respective 1,2 % et 1,6 %. Elles proviendront à la fois d'embauches fermes et de la transformation des contrats d'intérim en contrats définitifs. Après le rebond enregistré en 1994, la progression de la productivité ralentira fortement cette année (+ 1,4 % entre la fin 1994 et la fin 1995). Elle s'accélérerait ensuite légèrement en 1996 (+ 2,3 %), la production retrouvant un profil plus dynamique qu'au second semestre 1995. Dans le bâtiment et les travaux publics, dont les perspectives

d'activité demeurent sombres, les suppressions d'emplois devraient se poursuivre : - 1,5 % en 1995 et - 0,5 % en 1996, soit au total 25 000 pertes sur les deux années.

L'emploi dans le secteur tertiaire subira des influences contradictoires en 1995 : le rythme de croissance sous-jacent sera entamé du passage des intérimaires en place à l'industrie, mais avivé par la poursuite des créations d'emplois à temps partiel. Sa croissance ne devrait donc pas s'accélérer d'ici à la fin de 1995. Sur l'ensemble de l'année, le secteur embaucherait 140 000 personnes supplémentaires.

En revanche, en 1996, les créations devraient être plus importantes. La baisse des cotisations sociales patronales sur les salaires au voisinage du salaire minimum, cumulable avec l'abattement de charges pour la création d'emplois à temps partiel, pourrait constituer un dispositif incitant au partage du travail : par exemple, la création de deux emplois à mi-temps au lieu d'un emploi à temps plein, permettrait à l'employeur de faire entrer les deux salaires correspondants dans le cadre des nouvelles dispositions d'allègement de charges sur les bas salaires en plus de « l'abattement temps partiel ». Aussi, avons-nous envisagé une accélération du développement des emplois à temps partiel en 1996 dans le secteur tertiaire, leur part dans le total atteignant 23 % à la fin de l'année. Les créations d'emplois apparentes seraient de ce fait plus importantes qu'en 1995 : 220 000 équivalant à 150 000 emplois à temps plein.

L'ensemble des créations d'emplois salariés s'élèvera à 175 000 en 1995 et à 280 000 en 1996. Les autres secteurs, quant à eux, seront vraisemblablement plus dynamiques que par le passé (40 000 emplois supplémentaires sont attendus en 1995 et en 1996) : les mesures pour l'emploi pourront dopper les embauches dans les administrations privées et le déclin des emplois non salariés se ralentira du fait de l'amélioration du climat des affaires.

## **Le chômage continuera à baisser**

Au premier semestre 1995, la baisse du chômage a été importante : selon l'ancien indicateur, 90 000 personnes sont sorties des fichiers de l'ANPE entre décembre 1994 et juin 1995 <sup>(13)</sup>. La vitesse de la décrue surprend : durant la même période, l'emploi salarié s'est en effet élevé de 90 000 et les effectifs en contrat emploi-solidarité (corrigés des variations saisonnières) de 15 000. Si l'on retient une hausse de l'emploi d'environ 20 000 dans les autres secteurs, la population active ne se serait accrue que de 15 000 <sup>(14)</sup>, ce qui correspond à un rythme annuel de 30 000, en tout état de cause très inférieur à l'élévation tendancielle estimée entre 110 000 et 160 000 arrivées.

---

(13) Dans un souci de cohérence statistique, la définition des demandeurs d'emploi en fin de mois retenue ici correspond à l'ancienne catégorie 1 : elle regroupe les chômeurs inscrits dans l'actuelle catégorie 1 (n'ayant pas travaillé plus de 78 heures dans le mois) et ceux inscrits en catégorie 6 (ayant travaillé plus de 78 heures dans le mois).

(14) Compte tenu d'un recul de 20 000 des préretraités et des dispensés de recherche d'emploi.

Les incertitudes statistiques sont toutefois nombreuses et la progression de la population active, déduite des éléments précédents, en porte probablement la marque :

— l'emploi dans les autres secteurs n'est mesuré que sur une base annuelle ; son évolution récente n'est donc pas connue ;

— la statistique trimestrielle relative à l'emploi salarié sous-estime peut-être les créations des six derniers mois, notamment dans les services aux particuliers, dont on explique mal la stabilisation ;

— la décentralisation de la formation professionnelle des jeunes à partir de juillet 1994 a transféré aux régions la gestion de certaines formules de stages (le Crédit Formation Jeunes) ; à l'heure actuelle, ce dispositif n'est plus suivi statistiquement au niveau national, ce qui ne permet plus de compter les bénéficiaires dans la population ;

— enfin, la mesure des inscrits à l'ANPE est peut-être elle-même entachée d'imprécision.

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

	Niveau fin 1993	Variation 1994		Variation 1995		Variation 1996	
		%	Milliers	%	Milliers	%	Milliers
<b>Effectifs</b>	13 140	1,2	155	1,3	170	2,1	280
Secteurs privés hors agriculture, dont :							
— Industrie	4 180	- 0,7	- 30	1,2	50	1,6	65
— Bâtiment	1 185	0,2	2	- 1,5	- 20	- 0,5	- 5
— Tertiaire	7 775	2,4	185	1,8	140	2,7	220
Autres secteurs <sup>(1)</sup>	8 385	- 0,1	- 10	0,5	40	0,5	40
<b>Emploi total</b>	21 525	0,7	145	1	210	1,5	320
Population active							
— potentielle <sup>(2)</sup>	25 020	—	150-180	—	110-160	—	110-160
— prévue	—	—	210 <sup>(3)</sup>	—	110	—	200
<b>Politique de l'emploi</b>	—	—	40	—	50	—	100
<b>Chômage</b>		Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation
— milliers <sup>(4)</sup>	3 296,2	3 323,7	27	3 170	- 150	2 950	- 220
— taux de chômage (sens B.I.T., %)	12,4	12,0	—	11,2	—	10,1	—

(1) Hors contrats emploi-solidarité

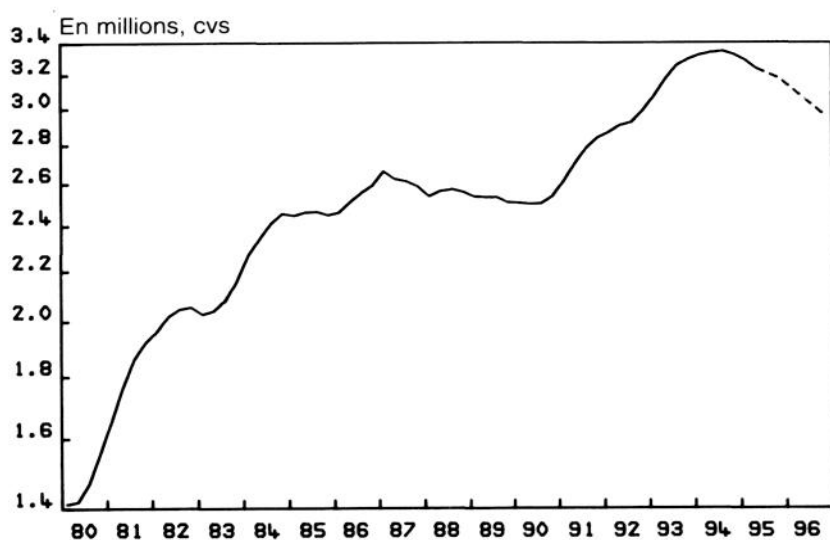
(2) Estimations INSEE et OFCE (département d'économétrie)

(3) Population active constatée

(4) Ancienne définition, c'est-à-dire y compris les chômeurs ayant travaillé plus de 78 heures dans le mois (catégories 1 + 6)

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Compte tenu des orientations en cours de l'emploi, la baisse du chômage se poursuivra à l'horizon de la prévision. Mais son ampleur dépendra crucialement des arrivées de population active sur le marché du travail : une réaccélération des flux d'entrées vers le potentiel annuel, ou même au-delà comme le suggèreraient les comportements habituels de flexion des taux d'activité, ne pourrait conduire qu'à un ralentissement de la décade d'ici à la fin de 1995 <sup>(15)</sup>. Pour cette raison, et sous l'hypothèse que les placements en stage et en CES s'élèvent encore d'ici à la fin de l'année, la baisse du chômage pourrait se ralentir dans la seconde moitié de 1995 : - 60 000, soit au total 150 000 demandeurs d'emploi en moins au cours de l'année. Ceci serait compatible avec une hausse de 75 000 de la population active au second semestre, soit un rythme annuel plus proche du potentiel.



42. Demandeurs d'emploi en fin de mois <sup>(1)</sup>

(1) Ancienne définition, c'est-à-dire y compris les chômeurs ayant travaillé plus de 78 heures dans le mois (catégories 1 + 6).

Sources : Ministère du travail , prévisions OFCE.

En 1996, la baisse du chômage devrait être plus importante ; les créations d'emplois seront en effet plus nombreuses qu'en 1995. En outre, l'accord récent sur les préretraites signé entre les partenaires sociaux et l'UNEDIC devrait avoir un effet très significatif. Cette convention permettra aux salariés totalisant au moins 40 années de cotisation aux régimes de base de l'assurance vieillesse de partir en retraite anticipée, avec l'accord de l'employeur, moyennant des embauches équivalentes. Le nombre de salariés remplissant les conditions requises serait d'environ 200 000. Sous l'hypothèse d'un taux d'adhésion de 50 %, 100 000 départs seraient envisageables ; il en résulterait, durant l'année 1996 à la fin de laquelle le dispositif expirera, un nombre d'embauches équivalentes. La population active ne se réduirait cependant pas d'autant : certains postes libérés pourront en effet être pourvus par des personnes qui n'étaient

(15) Département des diagnostics de l'OFCE, « L'investissement fuit le risque », Chronique de conjoncture, *Revue de l'OFCE*, n° 53, avril 1995.

pas présentes jusque là sur le marché du travail. Selon nos estimations, l'effet global du dispositif serait d'environ 85 000 chômeurs de moins.

Enfin, l'ampleur de la décrue du chômage en 1996 dépendra aussi de la politique de traitement social. Il y a un risque que les arbitrages budgétaires pénalisent les dispositifs traditionnels au profit des nouvelles mesures d'allègement du coût du travail, provoquant un déclin des formules de stage ou d'emploi aidé dans le secteur non marchand, comme cela s'est produit en 1988 et en 1989. Nous n'avons pas retenu ce risque. Le chômage pourrait alors baisser de 220 000 personnes en 1996 (graphique 42 et tableau 6).

Achévé de rédiger le 6 octobre 1995

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

	Trimestres												Années		
	1994				1995				1996				1994	1995	1996
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole, niveau en dollars <sup>(a)</sup>	14,1	16,1	16,8	16,5	16,9	18,1	16,5	16,9	17,0	17,5	17,8	18,0	15,9	17,1	17,6
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 96 2,34	1,40 84 2,23	1,43 94 2,25	1,50 103 2,30	1,55 110 2,35	1,60 110 2,40	1,60 110 2,40	1,60 110 2,40	1,62 102 2,48	1,45 94 2,28	1,59 110 2,39
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	5,7 2,0 5,1	5,6 1,2 4,6	5,5 0,7 4,4	5,5 0,5 4,2	5,4 0,5 4,0	5,1 0,5 4,0	4,8 0,5 4,0	4,5 0,5 4,0	4,3 1,9 5,4	5,6 1,1 4,6	5,0 0,5 4,0
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % <sup>(a)</sup> Etats-Unis Japon Allemagne	6,1 3,7 5,9	7,1 4,1 6,7	7,3 4,5 7,2	7,8 4,6 7,5	7,5 4,4 7,4	6,6 3,3 6,9	6,3 3,0 6,7	6,2 2,7 6,5	6,0 2,6 6,3	5,9 2,8 6,2	5,8 2,8 6,1	5,7 3,0 6,0	7,1 4,2 6,8	6,7 3,4 6,9	5,9 2,8 6,2
Prix à la consommation <sup>(b)</sup> Etats-Unis Japon Allemagne de l'Ouest	2,4 1,8 3,7	2,4 -0,9 2,8	3,5 0,2 2,7	2,0 2,1 1,8	3,0 -0,9 1,9	3,5 -1,3 2,7	2,1 0 2,4	2,8 0 2,3	3,0 0 1,2	3,2 0,4 2,3	3,2 0,8 2,3	3,2 0,8 2,3	2,6 0,7 3,0	2,8 -0,1 2,3	3,0 0,1 2,0

Chronique de conjoncture : l'offre devance la demande

	Trimestres												Années		
	1994				1995				1996				1994	1995	1996
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Cours des matières premières industrielles en \$ <sup>(c)</sup>	8,1	7,7	7,8	9,0	6,1	1,4	-1,1	0	1,0	1,0	1,0	1,0	17,1	19,8	2,3
Importations de produits manufacturés en volume cvs <sup>(c)</sup>															
OCDE	5,5		8,2		4,7		2,9		3,3		3,1		11,6	10,4	6,4
PVD	6,2		6,1		2,9		3,3		4,1		4,0		9,8	7,7	7,9
Europe de l'Est	4,9		3,6		3,8		3,0		4,1		4,6		10,0	7,3	8,1
Total monde	5,7		7,6		4,3		3,0		3,5		3,3		11,2	9,8	6,7
Total monde dans l'optique France	4,6		6,9		2,9		3,0		3,5		3,4		9,5	7,9	6,9
Solde des balances courantes, cvs, en milliards de \$															
Etats-Unis	- 68		- 83		- 83		- 92		- 90		- 83		-151	- 175	-173
Japon	68		61		61		46		38		41		129	107	79
Allemagne	- 4,2		- 18,4		- 7,7		- 8,1		- 4,8		- 4,2		-22,6	-15,8	- 9,0

(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. Inflation 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	1,6	1,4	1,5	0,6	0,6	3,3	3,5	3,0	1,6
Consommation publique	929,8	-1,2	0,4	-1,4	0,9	-0,8	-0,2	0,2	0,3	-0,8	-0,8	-0,5	0,3
FBCF totale	804,7	5,5	6,6	6,3	4,8	5,9	3,2	2,4	1,5	11,3	12,3	10,1	4,8
dont : Logement	213,1	3,0	4,5	6,5	-0,4	-2,3	-0,1	0,5	-1,7	8,2	8,6	-2,6	-0,4
Hors logement	591,6	6,5	7,3	6,2	6,7	8,6	4,2	2,9	2,4	12,5	13,7	14,5	6,3
Exportations de biens et services	602,5	1,6	2,6	3,5	8,0	4,5	2,5	2,6	2,6	4,1	9,1	9,6	5,2
Importations de biens et services	676,4	5,4	5,5	6,5	7,4	5,0	4,2	3,0	1,3	10,7	13,4	11,0	5,8
Variation des stocks en milliards de dollars de 1987	15,3	18,7	11,9	42,3	53,3	41,9	30,0	37,5	27,5	15,3	47,8	36,0	32,5
PIB	5 134,6	1,3	1,7	2,1	2,1	1,4	1,0	0,9	0,7	3,1	4,1	3,0	1,7
Prix à la consommation		1,6	1,2	1,3	1,4	1,4	1,3	1,5	1,6	3,0	2,6	2,8	3,0
Solde courant en % du PIB		-1,3	-1,8	-2,1	-2,4	-2,4	-2,6	-2,5	-2,2	-1,6	-2,2	-2,5	-2,4

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

Sources : Département du commerce américain, prévisions OFCE.

III. Allemagne <sup>(1)</sup>

Equilibre des biens et services en volume  (aux prix de 1991)	Niveau en 1993	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : milliards de DM 1991	1993		1994		1995		1996		1993	1994	1995	1996
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	1 681,5	-1,4	1,9	-0,4	0,7	0,9	1,2	1,6	1,3	0,5	0,9	1,9	2,9
Consommation publique	581,5	-1,0	-0,7	1,5	0,1	1,5	0,5	0,6	0,6	-0,5	1,2	1,8	1,1
FBCF totale	638,5	-4,3	-0,4	2,9	3,4	0,1	2,6	1,5	-1,7	-5,7	4,5	3,1	3,7
dont : Equipement	252,9	-8,9	-4,4	-0,5	3,8	1,2	3,8	4,0	3,8	-14,2	-0,9	5,0	8,0
Bâtiment	385,6	-0,8	2,3	5,1	3,2	-0,6	1,9	-0,1	0,4	0,9	8,0	1,9	1,0
Exportations de biens et services	683,6	-4,4	0,9	5,8	3,1	0,9	3,5	3,3	3,7	-4,8	8,0	4,2	7,0
Importations de biens et services	700,7	-5,4	1,9	4,1	4,4	-0,4	3,0	3,0	3,1	-5,2	7,4	3,3	6,2
Variation des stocks et erreurs en milliards de DM de 1991	-7,9	-6,2	-1,7	7,4	17,3	15,8	14,3	13,5	12,5	-7,9	24,7	30,1	26,0
PIB	2 876,5	-1,5	0,9	1,7	1,6	1,1	1,4	1,4	1,4	-1,2	3,0	2,5	2,8
Prix à la consommation (Allemagne de l'Ouest)		2,3	1,6	1,6	1,2	1,0	1,2	0,9	1,1	4,1	4,1	2,3	2,0
Solde courant en % du PIB		-0,6	-1,2	-0,4	-1,7	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,9	-1,0	-0,7	-0,4

\* A l'exception de la ligne « variation des stocks » et solde courant

(1) Les prévisions se réfèrent à l'Allemagne unifiée, à l'exception de la ligne « prix à la consommation »

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	243 445	0,7	0,7	1,5	0,7	0,1	0,7	0,5	0,9	1,0	2,2	0,8	1,3
Consommation publique	36 203	-0,2	2,1	1,1	1,5	2,5	1,0	1,0	1,0	1,7	2,9	3,8	2,0
FBCF totale	135 509	-0,5	-0,6	-2,4	0,4	-0,5	1,7	2,0	1,7	1,8	-2,5	0,6	3,8
dont : Logement	19 930	-2,0	10,0	2,8	3,6	-4,1	-1,9	2,5	2,0	2,4	9,7	-3,3	2,6
Privée productive	79 218	-4,6	-5,3	-6,1	-0,8	1,8	0,7	0,9	1,9	-9,3	-9,0	1,8	2,2
Publique	36 361	11,0	4,3	2,5	1,0	-2,6	5,7	4,0	1,3	16,6	5,2	0,7	7,6
Exportations de biens et services	62 037	1,2	-1,9	4,3	3,4	2,2	0,5	1,1	1,9	1,3	5,0	4,1	2,2
Importations de biens et services	58 433	1,5	2,1	4,5	5,3	4,0	3,4	2,0	3,0	2,7	8,4	8,5	5,3
Variation des stocks en milliards de yens de 1985	955	1 267	643	1 748	1 964	2 108	2 300	2 250	2 450	955	1 856	2 204	2 350
PIB	419 716	0,3	-0,4	0,5	0,4	-0,1	0,6	0,9	1,0	-0,2	0,5	0,5	1,7
Prix à la consommation		0,6	0,8	0,2	0,2	-0,1	-0,2	0	0,4	1,3	0,7	-0,1	0,1
Solde courant en % du PIB		3,3	2,9	3,1	2,6	2,4	1,9	1,8	1,9	3,1	2,8	2,1	1,9

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

## 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 (*)											
	Unité : millions de livres de 1990	1993		1994		1995		1996		1993	1994	1995	1996
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	348 447	1,0	1,9	1,3	1,5	0,7	0,8	0,7	0,6	2,6	3,0	1,9	1,4
Consommation publique	116 049	0,2	1,0	1,5	0,1	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3	2,0	0,5	0,7
FBCF totale	96 538	0,7	0,5	3,9	-0,9	1,2	2,0	2,1	1,6	0,6	3,7	1,7	4,0
dont : Logement	19 399	2,5	2,8	4,7	-4,3	4,2	-2,5	-1,5	-1,4	5,8	3,9	0,7	-3,5
Hors logement	77 139	0,3	-0,1	3,7	0	0,4	3,2	3,0	2,3	-0,6	3,6	2,0	5,8
Exportations de biens et services	142 009	1,4	2,8	4,1	5,1	1,1	2,5	3,5	3,0	3,3	8,2	4,9	6,3
Importations de biens et services	153 766	0,4	2,6	3,5	2,4	-0,1	3,3	2,6	2,3	2,8	6,1	2,8	5,4
Variation des stocks en millions de livre de 1990	322	-15	337	766	1 987	2 785	3 120	2 850	2 580	322	2 753	5 905	5 430
PIB optique dépense	549 599	1,1	1,6	2,0	1,9	1,3	0,8	1,0	0,8	2,3	3,8	2,6	1,8
Prix à la consommation		0,4	1,3	1,4	1,2	2,0	1,5	2,0	1,8	1,6	2,7	3,4	3,7
Solde courant en % du PIB		-2,6	-1,0	-1,0	0,5	-1,0	-0,8	-0,6	-0,4	-1,8	-0,3	-0,9	-0,5

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

Sources : CSO, prévisions OFCE.

## VI. Résumé des prévisions pour l'économie française

	1994	1995	1996
<i>En % de variation aux prix de 1980 :</i>			
PIB	2,9	2,9	2,5
Importations	6,8	5,2	5,6
Consommation des ménages	1,5	2,2	2,4
Investissement total	1,6	3,2	3,4
dont :	0,2	5,4	7,6
• entreprises	2,5	1,2	- 0,5
• ménages	3,8	- 0,2	- 2,9
• autres	5,9	7,1	5,1
Exportations	1,7	0	0,4
Contribution des stocks à la croissance en %	1,7	0	0,4
Demande intérieure totale	3,1	2,3	2,6
<i>Compte des ménages, en termes réels %</i>			
Salaires bruts <sup>(1)</sup>	0,3	2,5	2,8
Salaires nets <sup>(1)</sup>	- 0,6	3,2	2,6
Prestations sociales	1,5	1,4	2,8
Excédent d'exploitation	2,5	2,7	1,7
Prélèvements sociaux et fiscaux	1,9	1,6	3,9
Revenu disponible <sup>(1)</sup>	1,3	2,3	2,1
Taux d'épargne <sup>(1)</sup>	13,4	13,4	13,0
Prix à la consommation <i>en glissement %</i> <i>en moyenne %</i>	1,6 1,6	2,2 1,9	1,7 2,0
<i>Compte des sociétés, en %</i>			
Taux de marge	32,4	33,5	33,7
Taux d'épargne	19,2	20,9	21,2
Taux d'investissement	16,4	16,7	17,4
Taux d'autofinancement	116,7	125,2	122,0
<i>En milliards de francs</i>			
Solde commercial (FAB/FAB)	82,9	102	100
dont :	50,1	68	61
• industrie (FAB/CAF)	- 65,4	- 63	- 66
• énergie (FAB/CAF)	44,9	51	55
• agro-alimentaire (FAB/CAF)	43,4	93	80
Balance des paiements courants	0,6	1,2	1,0
• en % du PIB			
Emploi salarié <sup>(2)</sup> , <i>en glissement annuel %</i> <i>dont</i>	1,2	1,3	2,1
• industrie	- 0,7	1,2	1,6
• bâtiment	0,2	- 1,5	- 0,5
• tertiaire	2,4	1,8	2,7
Emploi total, <i>en glissement annuel %</i> <sup>(2)</sup>	0,7	1,0	1,5
Chômage en fin d'année ( <i>en millions</i> ) <sup>(3)</sup>	3,324	3,170	2,950
Taux de chômage en fin d'année (%) <sup>(3)</sup>	12,0	11,2	10,1
Taux de change DM/F	3,42	3,48	3,45
Taux de change \$/F	5,55	5,07	5,48
Taux d'intérêt à court terme % <sup>(4)</sup>	5,8	6,5	5,4
Taux d'intérêt à long terme % <sup>(5)</sup>	7,2	7,6	6,7

(1) La masse salariale 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 »

(2) Emploi salarié dans les secteurs privés hors agriculture. Emploi total hors contrats emploi-solidarité

(3) Chômage selon l'ancienne définition, c'est-à-dire y compris les chômeurs ayant travaillé plus de 78 heures dans le mois (catégories 1 + 6). Le taux de chômage est au sens du BIT

(4) Marché monétaire à 3 mois (PIBOR)

(5) Taux de rendement des OAT 10 ans

Sources : INSEE, prévisions OFCE, septembre 1995.

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

En %

	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	3 670,5	0,9	1,4	0,9	0,9	0,7	0,4	0,3	1,0	0,6	0,5	0,7	0,5	2,9	2,9	2,5
Importations	1 035,3	3,8	1,7	1,3	3,0	0,8	0,3	0,8	1,2	1,5	1,5	2,0	2,0	6,8	5,2	5,6
Consommation des ménages	2 214,5	0,1	0,7	0,7	0,1	0,4	1,6	-0,3	0,7	0,7	0,4	0,9	0,7	1,5	2,2	2,4
Consommation des administrations	720	-0,2	0,3	0,5	0,3	0,5	0,7	0	0	0	0	0	0	1,1	1,6	0,2
FBCF totale	748,7	0,2	1,2	2,0	0,9	0,9	-0,7	1,1	0,9	0,9	0,8	1,0	1,3	1,6	3,2	3,4
dont : • sociétés	402,2	0,1	0,7	1,6	2,0	2,2	-1,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,5	0,2	5,4	7,6
• ménages	185,6	-1,8	2,1	3,7	-0,8	0,2	-0,4	-0,2	-1,1	0,3	0,2	0,1	0,1	2,5	1,2	-0,5
• autres (1)	100,9	2,7	1,6	0,8	0,1	-1,3	0,1	0,2	0,2	-1,3	-1,7	-0,8	-0,8	3,8	-0,2	-2,9
Exportations	1 022,6	-0,7	3,6	0,8	3,9	2,1	0	0,5	1,5	1,4	1,4	1,6	1,6	5,9	7,1	5,1
Variation des stocks en milliards (2)	0	-2,7	-1	0,1	3,6	1,5	-3,2	0	3	3	4	5	6	0	1,3	18
Demande intérieure totale (y compris stocks)	3 683,2	2,1	0,9	1,0	0,7	0,3	0,5	0,4	0,9	0,6	0,5	0,9	0,8	3,1	2,3	2,6

&lt;

prévision

&gt;

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

(2) Milliards de francs de 1980. La contribution des stocks à la croissance du PIB est de : + 1,7 % en 1994, 0 en 1995, + 0,4 % en 1996.

Cette prévision est calée sur les comptes trimestriels de l'INSEE (première estimation des comptes du deuxième trimestre 1995).

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

Source : INSEE, ministère du Travail et de l'Emploi, prévisions OFCE.

< prévision >

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

En %

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

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

&lt; prévision &gt;

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	-0,6	-0,1	-0,1	0	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,7	1,2	1,6
Bâtiment	-0,3	0,1	0,4	0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	-1,5	-0,5
Tertiaire	0,4	0,5	0,6	0,9	0,5	0,5	0,4	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	2,4	1,8	2,7
Ensemble	0	0,3	0,4	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	1,2	1,3	2,1

(1) Secteurs privés hors agriculture

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

&lt; prévision &gt;



### 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)	-0,5	-0,2	0	0,3	0,5	0,4	0,4	0,2	0,6	0,4	0,3	0,2	0,3	2,5	2,8
Salaires nets (1) (2)	-0,7	-0,4	0,5	1,7	0,6	1,2	0,7	0,4	0,8	0,7	0,6	0,6	-0,6	3,2	2,6
Prestations sociales (1)	1,0	-0,6	1,3	0,5	-0,5	0,7	1,3	0,1	0,5	0,8	1,3	0,3	1,5	1,4	2,8
Revenu disponible réel (1) (2)	1,2	-0,5	1,2	1,5	0,2	0,2	0,8	0,5	0,5	0	0,9	0,5	1,3	2,3	2,1
Taux d'épargne (2)	13,7	12,7	13,1	14,1	13,9	12,7	13,6	13,4	13,3	13,0	13,0	12,7	13,4	13,4	13,0

< 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.

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

&lt; prévision &gt;

(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

En %

	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	4,93	4,93	5,18	5,35	5,52	5,52	5,52	5,55	5,06	5,48
Mark-franc	3,40	3,42	3,43	3,43	3,49	3,52	3,46	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,42	3,48	3,45

&lt; prévision &gt;

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.