

Chronique de conjoncture

Le crépuscule des monnaies fortes *

En 1996, le commerce mondial évoluera, dans la foulée du ralentissement de 1995, à un rythme bien plus proche de sa tendance de longue période (5 % l'an) que de la performance moyenne des années 1994-1995 (plus de 10 % l'an). L'infléchissement est net début 1996, surtout pour le commerce intra-européen. Ensuite, le commerce mondial et la demande adressée aux pays européens reviendraient, jusqu'à la fin 1997, sur un rythme de 6 à 7 % l'an.

La révision des comptes nationaux américains amène à une vision renouvelée de l'expansion enregistrée par les Etats-Unis ces dernières années. C'est dès l'année 1995 désormais que l'atterrissage en douceur paraît s'être inscrit dans les chiffres de croissance (+ 2,1 % pour le PIB après 3,5 % en 1994). Ce ralentissement doit être compris non pas comme le terme définitif de la phase d'expansion engagée en 1991-1992, mais comme une pause, qui diffère les tensions, avant un rebond ultérieur. Comme l'action de la Réserve fédérale devrait être assez pragmatique pour éviter aussi bien le risque inflationniste que celui d'une déstabilisation de l'activité, la croissance du PIB, encore en ralentissement en 1996 (+ 1,6 %), reprendrait de la vigueur en 1997 (+ 2 %).

Depuis la fin 1995, l'embellie de l'économie japonaise est confortée par la multiplication de signes précurseurs favorables. L'économie japonaise n'en est cependant qu'au stade de la récupération du terrain perdu lors de la rechute du printemps 1995. Le redressement de la demande privée reste partiel. Au-delà d'un horizon de quelques trimestres, la croissance envisageable pour le Japon reste modérée. Le gain sera net en 1996 (+ 2,3 % pour le PIB contre + 0,7 % en 1995) mais 1997 n'enregistrerait pas d'accélération (+ 2,2 %).

L'affaissement de la croissance européenne au cours de 1995 n'est pas une simple pause technique, qui manifesterait l'adaptation normale du comportement de stockage après la reprise rapide de 1994. Il repose sur une sérieuse défaillance de la demande finale externe et interne, qui interrompt à contretemps le cycle européen, avant que des tensions substantielles sur l'offre aient pu être enregistrées. L'Allemagne rencontre aujourd'hui des difficultés spécifiques sur les marchés internationaux. Elle n'a pas engagé, comme cela était attendu, la reconstitution de ses parts de marché à l'exportation, qui avaient fortement chuté en 1992-1993. La déception causée par la rechute allemande de 1995 ne signifie pas pour autant une détérioration cumulative de l'activité Outre-Rhin. Les signes de faiblesse sont maximaux en début d'année. Mais les

* 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, Christine Riffart, la partie française par Françoise Milewski avec la collaboration de Valérie Chauvin et Hervé Péléraux.

facteurs existent pour une récupération progressive de l'activité, à partir du second semestre 1996. La politique monétaire est supposée rester accommodante. Les exonérations fiscales entrées en vigueur vont redonner du tonus au revenu des ménages. La normalisation des taux de change aidera à la stabilisation des parts de marché à l'exportation. Lestée par les mauvaises performances de la fin 1995 et du début 1996, la progression du PIB resterait faible en 1996 (+ 0,9 %), mais serait plus honorable en 1997 (+ 2,3 %).

En France, après le repli du quatrième trimestre 1995, quelques bonnes nouvelles sont apparues au début de 1996, en particulier du côté de la consommation des ménages. Mais les anticipations des entreprises restent dégradées, les carnets de commande sont encore dégarnis, et surtout, les stocks sont jugés excessifs ; l'ajustement des stocks à la demande est donc encore à venir. La demande intérieure finale resterait modérée. Les composantes publiques de la demande (consommation et investissement des administrations) sont orientées à la baisse. La consommation des ménages pâtirait cette année de la faiblesse du revenu ; elle se redresserait à la charnière de 1996 et 1997 grâce à un regain de la masse salariale. C'est la condition pour que la reprise de l'investissement s'amplifie. Les entreprises ont déjà, en 1995, reporté nombre de leurs projets ; leur réalisation suppose un retour d'anticipations favorables sur la demande finale. La reprise des exportations serait progressive, mais supérieure à celle des importations en 1996. Dans le cycle actuel, la France, qui avait dépassé la moyenne européenne dans la reprise de 1994, a décliné plus fortement dans le repli de 1995 et 1996.

Les incertitudes sont de deux ordres : en premier lieu, elles concernent la nature de l'ajustement du marché du travail. Depuis l'automne 1995, les effectifs ont stagné ; si les embauches redémarrent progressivement avec le rebond d'activité, alors le regain de la masse salariale fondera celui du revenu disponible et de la consommation. Mais cela signifie que la productivité reste faible. En second lieu, les incertitudes de politique économique demeurent. En matière monétaire, on a supposé que les taux d'intérêt courts continueraient de baisser jusqu'à la fin 1996 et se stabiliseraient ensuite. La baisse des taux longs serait faible. Cette détente est favorable à la croissance, mais elle intervient tardivement dans le cycle. Sur le plan budgétaire, on a retenu qu'il n'y aurait pas de restriction supplémentaire du point de vue des prélèvements, mais une surveillance accentuée des dépenses.

Ces deux incertitudes conditionnent la consolidation de la reprise en 1997, après qu'elle aura été portée, à la fin de 1996, par l'arrêt du déstockage. Il faut ainsi prévoir que la détente monétaire se poursuive, que la restriction budgétaire ne s'accroisse que modérément, que la reprise de l'emploi survienne, qu'enfin le contexte mondial permette une accélération de la demande extérieure, pour envisager une croissance économique de 1 % cette année et 2,5 % l'an prochain. C'est une croissance sous conditions. Laissant l'économie très en retrait de son potentiel, elle emporterait une très faible hausse des prix, une consolidation de l'excédent extérieur et une légère baisse du chômage en 1997, après sa remontée en 1996.

Le cycle européen en panne

L'affaîssement du cycle européen...

L'expansion impressionnante du commerce international en 1994 relevait plus d'une coïncidence hasardeuse de facteurs favorables que d'une synchronisation harmonieuse de la conjoncture internationale. Dès la fin 1994, il était clair que certains de ces facteurs, extra-européens, n'étaient pas reproductibles avec la même intensité en 1995 : le cycle des pays anglo-saxons s'approchait de son sommet, franchi dans le cours de l'année ; des différenciations plus sensibles allaient affecter, à la suite du syndrome mexicain, les débouchés offerts par les pays émergents. Dans ces conditions, les pays européens se trouvaient face à leurs propres responsabilités pour entretenir le dynamisme de la reprise enregistrée en 1994, dont les exportations et, par contrecoup le restockage avaient été jusque-là le moteur principal. Dans un premier temps, la demande d'importations des pays dévaluationnistes du Nord et du Sud de l'Europe avait paradoxalement contribué à la reprise européenne, en raison de la nécessaire reconstitution de leurs capacités amoindries par la récession antérieure et de la forte demande intermédiaire induite par leurs exportations que stimulait la dépréciation monétaire. Mais, progressivement, les oppositions d'intérêt entre pays enregistrant une réévaluation du cours effectif de leur devise (la zone mark et, par raccroc, le franc) et les pays connaissant l'évolution inverse (le Nord et le Sud de l'Europe) se sont avérées un obstacle majeur à la consolidation collective de la reprise européenne : chez les premiers, l'activité est entravée par le handicap de compétitivité, chez les seconds, les angoisses inflationnistes n'autorisent guère un relâchement de la politique monétaire suffisant pour compenser la rigueur budgétaire. La demande intérieure de consommation des pays européens n'a que maigrement bénéficié de la reprise de 1994. Dans la plupart de ces pays, les agents privés, ménages et entreprises, hésitent à dépenser et à s'endetter pour le faire. Un état d'insécurité économique généralisée incite aux comportements de précaution. En ce sens, la question sociale n'est pas une simple difficulté de plus, qui compliquerait, parmi d'autres, la gestion de l'économie par les gouvernements. Les grèves de décembre, en France, prennent place, en l'amplifiant, dans une série de mouvements sociaux (en Italie, en Belgique, aux Pays-bas) qui sont davantage marqués par le thème de la sécurité sociale, par l'émergence d'une demande sociale de sécurité économique à long terme ¹.

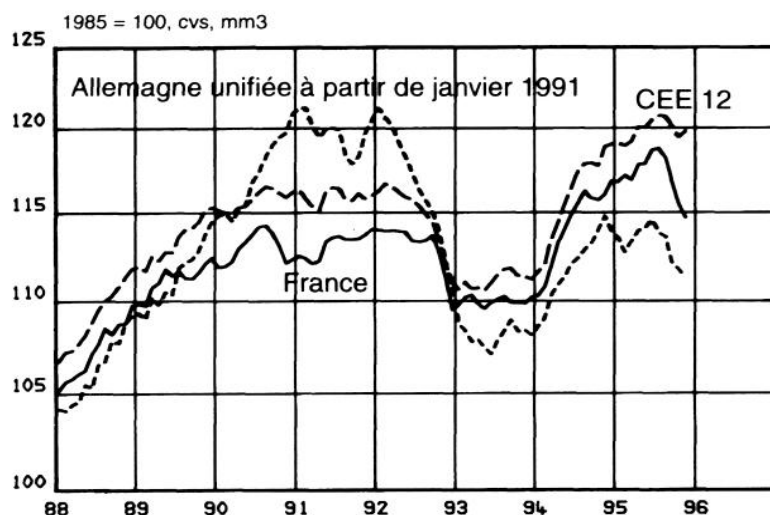
D'un côté, l'affaiblissement de la croissance européenne en 1995 n'est pas une simple pause technique — laquelle peut se produire après une reprise vive, et manifeste l'adaptation normale du

1. Voir à ce propos la *Chronique Internationale* de l'IRES, n° 36, septembre 1995, consacrée au thème « reprise économique et conflits sociaux ». La précédente chronique de conjoncture du département des diagnostics (*Revue de l'OFCE*, n° 55, octobre 1995) avertissait aussi : « le problème social est au cœur des hésitations de la croissance ».

comportement de stockage — mais repose sur une défaillance sérieuse de la demande finale : au cours de 1995, exportations et demandes intérieures contribuent conjointement au ralentissement européen. D'un autre côté, on ne doit pas s'attendre à une réédition de la récession de 1992-1993. Non pas que les forces déflationnistes aient disparu, mais elles jouent différemment : les agents privés ne cherchent plus à se désendetter à tout prix, puisqu'ils l'ont largement fait et que leurs bilans se sont améliorés, mais ils adoptent un comportement de dépenses très prudent. Celui-ci n'engendre pas une demande effective suffisante pour hisser l'activité et la croissance à hauteur des rythmes que laisserait attendre l'expansion de l'offre potentielle. La baisse des taux d'intérêt nominaux ne suffit pas à convaincre les agents privés d'un comportement de dépenses plus actif et il faut au contraire la comprendre, pour partie, comme la conséquence de ce faible appel au crédit. L'excès d'endettement a été reporté sur le secteur public, qui a bien des difficultés à le résorber rapidement faute d'une expansion substantielle et durable. L'avarice privée nourrit les déficits publics, dont la résorption, jugée prioritaire, diffère à son tour le retour de l'expansion. Si ce n'est une récession, c'est l'installation dans une situation de faible croissance, inférieure au rythme potentiel raisonnablement envisageable, qui menace l'Europe. Depuis 1992, l'activité européenne reste en-deçà de son niveau potentiel et les perspectives immédiates n'amènent pas à envisager une sortie rapide de cette situation. La formation des demandes internes des pays européens paraît à ce point contrainte par le mode de répartition des revenus et par la configuration des politiques économiques qu'il en résulte un affaiblissement tendanciel de la croissance. Les calculs de croissance potentielle, reposant sur la dynamique de l'offre rentable, pourraient surestimer la tendance effective de l'économie si l'offre et la demande allaient durablement désaccordées. Les agents ressentent le problème à leur façon : d'après une enquête communautaire sur le fonctionnement du marché du travail réalisée en 1994 auprès des employeurs et des salariés ² (après une enquête analogue en 1989), les employeurs européens considèrent l'intensité de la concurrence comme le principal obstacle s'opposant, via la contrainte sur leurs marges bénéficiaires, à l'augmentation de l'emploi ; les salariés restent majoritairement désireux de l'augmentation de leur salaire réel plutôt que d'une réduction du temps de travail. La contrainte concurrentielle sur l'emploi et la contrainte de revenu sur les salariés occupés se combinent pour freiner la consommation.

Le couple franco-allemand est l'épicentre de l'affaiblissement précoce du cycle européen. C'est dans ces deux pays que l'arrêt de la phase d'expansion s'inscrit le plus nettement dans les courbes de production (graphique 1). Ce coup d'arrêt surprend aussi bien les agents que les observateurs qui misaient sur une durée « normale » de l'expansion attendue après la reprise engagée en 1994. Pourtant, si on considère *a posteriori* le mouvement de la production, les inflexions auront été progressives et la rechute du second semestre 1995 précédée

2. Cf. « Emploi et flexibilité du marché du travail », *Economie européenne, Supplément A, Analyses Economiques*, n° 10, octobre 1995.



Sources : OCDE, Bundesbank.

d'avertissements. Aussi bien en France qu'en Allemagne, la reprise de la production industrielle a été très vive entre le début 1994 et l'automne ou l'été de cette même année. Elle a fait place ensuite, jusqu'à la mi-1995, à une progression à la fois plus modérée et plus irrégulière, qui portait la marque d'une adaptation normale du comportement de stockage mais aussi celle des incertitudes qui affectaient déjà les perspectives de demande et l'environnement financier. Au second semestre 1995, c'est une rechute franche de l'activité industrielle qui intervient, accompagnée d'une stagnation, puis d'un repli, du PIB. Une sorte de course-poursuite négative s'instaure entre la France et l'Allemagne : la confiance des consommateurs français connaît une dégradation spectaculaire à partir de l'été 1995, puis, en fin d'année, c'est la baisse d'activité allemande qui prend le relais. Cette avance franco-allemande dans une rechute qui frôle la récession contamine leurs partenaires européens. Le taux d'utilisation des capacités industrielles se replie en Europe depuis l'été 1995, d'abord dans les biens intermédiaires, puis dans les biens de consommation. Il a encore augmenté jusqu'à la fin 1995 dans les industries de biens d'équipement. Mais la contagion de la morosité aux projets d'investissement devrait mettre un terme à ce mouvement, même si, prudence oblige, la révision à la baisse de ces projets est limitée et laisse encore attendre pour l'ensemble de l'Europe une progression modérée en 1996.

La rechute récente amènera fatalement les observateurs futurs du cycle industriel à considérer celui des années 1994-1995 comme un cycle mineur, bien encadré par le creux de 1993 et celui qui se dessine aujourd'hui. Ce cycle n'aura que provisoirement interrompu la période à dominante dépressive inaugurée depuis le début des années quatre-vingt-dix. C'est un cycle en apparence pourtant complet, avec des phases repérables de reprise, d'expansion, de blocage et de rechute, notamment en France et en Allemagne. Evidemment, la phase d'expansion apparaît exagérément raccourcie et cette dégénérescence du cycle renvoie à la question précédemment évoquée : la demande défaille avant d'avoir suscité des tensions substantielles sur l'offre.

... intervient dans le cadre d'une croissance mondiale plus modérée...

Cette situation ne laisse attendre que des taux de croissance européens médiocres en 1996, dans le cadre d'un commerce mondial qui évoluera, dans la foulée du ralentissement de 1995, à un rythme bien plus proche de sa tendance de longue période (5 % l'an) que de la performance moyenne des années 1994-1995 (plus de 10 % l'an). L'infléchissement est net au premier semestre 1996, surtout pour le commerce intra-européen et, en conséquence, pour la demande adressée aux pays de l'Union européenne. Ensuite, le commerce mondial et la demande adressée aux pays européens reviendraient, jusqu'à la fin 1997, sur un rythme de 6 à 7 % l'an. La demande adressée aux Etats-Unis et au Japon progresserait, sur l'ensemble de la période, à un rythme un peu plus vif que pour les pays européens, en raison d'un redressement latino-américain mesuré et du maintien, même modéré, du dynamisme asiatique. Si de nouveaux pays émergents, comme le Vietnam et les Philippines, connaissent à leur tour une accélération de la croissance, les tensions de divers ordres qui sont apparues en plusieurs pays asiatiques (goulots d'étranglement, notamment du côté des infrastructures, déficits courants, tensions inflationnistes encouragées par l'appréciation du yen au premier semestre 1995 et par les fortes entrées de capitaux) manifestent certaines limites à la croissance. Les autorités les ont prises en compte par un durcissement de la politique monétaire. L'activité s'est en conséquence ralentie au deuxième semestre 1995 dans certains pays (Corée du Sud, Thaïlande) et devrait continuer à le faire dans d'autres (Indonésie, Malaisie). La croissance du Sud-Est asiatique retrouverait ainsi un rythme plus soutenable, voisin de 7 à 8 % l'an.

La crise mexicaine a joué comme un rappel aux réalités en Amérique latine. Les capitaux internationaux s'étaient réorientés vers l'Amérique latine lorsque, au début des années quatre-vingt-dix, les Etats-Unis connaissaient la récession et que leur politique monétaire se relâchait afin de la stopper ; ils ont reflué lorsque l'expansion retrouvée aux Etats-Unis a provoqué de nouvelles tensions sur les taux d'intérêt et a davantage fait ressortir la vulnérabilité de certains pays latino-américains (Mexique et Argentine notamment). L'expansion latino-américaine des années 1991 à 1994 a davantage sollicité l'investissement si bien que, Brésil mis à part, le taux d'investissement productif latino-américain (investissement/PIB) a retrouvé un ordre de grandeur analogue à celui des années soixante, avant l'emballlement des années soixante-dix et la dépression des années quatre-vingt. Mais le financement de cet investissement est devenu plus dépendant de l'apport de capitaux externes, car les taux d'épargne nationaux ont globalement baissé dans les années récentes. Si on a beaucoup investi, on a aussi beaucoup consommé, du moins les catégories de la population qui ont été à même de bénéficier de la stabilisation des changes et des prix associée à l'éradication progressive des inflations à trois ou quatre chiffres. L'expansion de la première moitié de la décennie quatre-vingt-dix est ainsi restée vulnérable à la dégradation rapide des équilibres externes et à la réversibilité accrue des apports

de capitaux, car ceux-ci ont davantage pris la forme d'investissements de portefeuille, attirés en particulier par les privatisations (alors que la part des prêts bancaires est devenue très minoritaire). Les Bourses latino-américaines sont devenues le sismographe de cette volatilité non démentie. L'accès à la modernité financière pourrait ainsi rendre encore plus tangibles les vieilles vulnérabilités de l'Amérique latine. La fragilité de ses banques contribue en particulier à propager les difficultés de liquidité et de solvabilité.

En 1995, l'ajustement récessif est prononcé pour le Mexique, la surévaluation du peso ayant fait place à une dépréciation spectaculaire et à une stabilisation difficile de son cours. Les entreprises implantées au Mexique profitent néanmoins de l'opportunité pour doper leur compétitivité et leurs exportations et impulser ainsi la récupération de l'activité. L'épisode a enfin des aspects rassurants, qui concernent les limites de la contagion de la crise mexicaine à l'ensemble de l'Amérique latine. L'Argentine est aussi frappée, mais elle était également vulnérable. En revanche, nombre d'autres pays (comme le Chili) paraissent désormais dotés d'une capacité de résistance plus forte aux chocs externes, même si, via les interdépendances commerciales accrues et la plus grande prudence des apports de capitaux, le ralentissement de la croissance est assez généralisé en 1995-1996. En dépit de certaines (grosses) faiblesses nationales, une consolidation de perspectives durables de croissance reste envisageable pour l'ensemble de l'Amérique latine au cours des années à venir, sous la réserve — importante — d'une amélioration de la capacité d'épargne et de l'aptitude des systèmes financiers à la gérer.

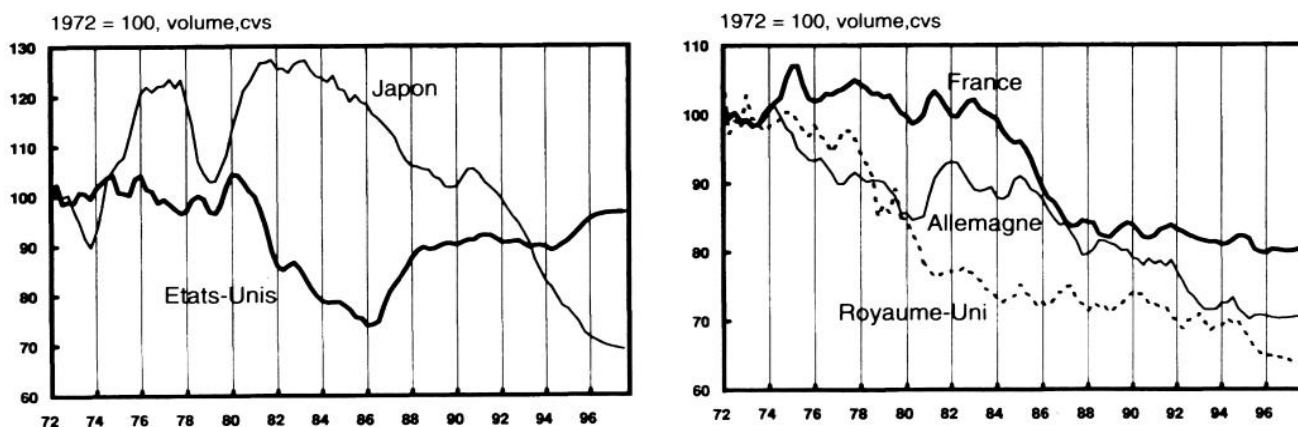
La trajectoire aujourd'hui suivie par les pays d'Europe centrale et orientale n'est pas sans évoquer celle des pays latino-américains au début de la présente décennie. La reprise sensible, qui s'y est globalement engagée depuis 1993, s'appuie structurellement à la fois sur l'amélioration autonome des conditions internes (les acquis de la stabilisation macroéconomique et le redressement des capacités d'offre, notamment des performances de productivité) et sur les progrès de l'insertion internationale à l'exportation. Mais ce redémarrage apparaît de plus en plus dépendant des apports de capitaux externes, qui ont monté en charge depuis 1993. Entre cette année-là incluse et la mi-1995, l'examen des balances de paiement fait apparaître, pour un ensemble de six PECO³, des entrées nettes de capitaux équivalant, annuellement, à 7,3 % de leur PIB en moyenne, soit un pourcentage supérieur à ceux qu'ont enregistrés la plupart des pays d'Amérique latine et d'Asie au plus fort de la période récente d'afflux de capitaux en leur direction. Au sein des apports dont bénéficient les PECO, la part des investissements directs semble pourtant très modérée. Ces apports soutiennent aujourd'hui la capacité d'importation des PECO, comme le montre la hausse prononcée des taux de couverture des importations par les réserves officielles de change. Cette évolution est

3. Bulgarie, Hongrie, Pologne, Roumanie, Slovaquie, Tchéquie. Voir, pour les chiffres cités, « L'amélioration de la position extérieure des pays d'Europe centrale et orientale », *Economie Européenne*, Supplément A, n° 2, février 1996.

évidemment bénéfique à la croissance des débouchés à l'exportation de l'Europe occidentale, sur l'horizon de la prévision. Elle ne devrait pas masquer les vulnérabilités qui affectent ce décollage des PECO, y compris dans le cas des pays les plus engagés dans les mutations (les déficits courants de la Hongrie, par exemple, atteignent un niveau critique). La réversibilité « à la mexicaine » n'est pas à exclure et pourrait menacer, le jour où les capitaux seraient davantage mobilisés par une expansion retrouvée à l'ouest de l'Europe.

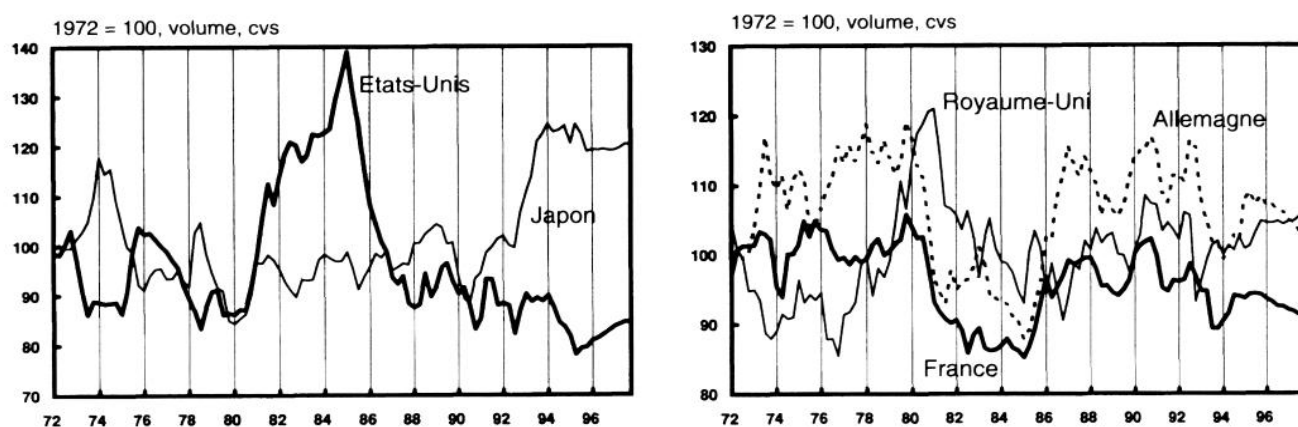
Bénéficiant du repli du yen, le Japon freinerait enfin la dégradation de ses parts de marché en 1996-1997, tandis que les gains américains des dernières années se stabiliseraient progressivement (graphique 2). L'influence du commerce mondial sur la croissance européenne tendra, en 1996-1997, à une certaine neutralité : une expansion moyenne du volume de ce commerce et le retour du dollar vers une moindre sous-

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



Sources : OCDE, estimations OFCE.

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



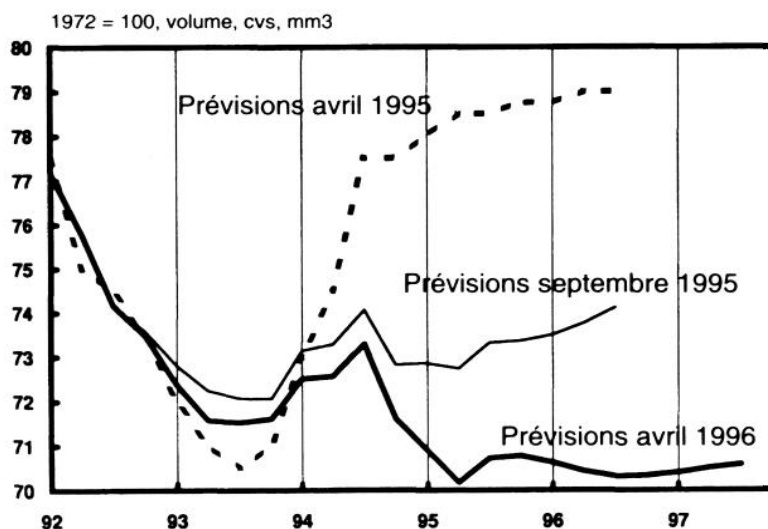
1. Rapport du prix des exportations du pays considéré sur la moyenne pondérée des prix de ses principaux concurrents

Sources : OCDE, Bundesbank, calculs et estimations OFCE.

évaluation pousseront à une évolution des exportations européennes rapprochant les parts de marché de l'Europe de leur tendance de longue période : après la chute rapide des dernières années, elles se stabiliseraient enfin en Allemagne et enregistreraient les efforts de compétitivité des producteurs germaniques (graphique 3). Le reste ne sera donné par surcroît à l'Europe que si elle retrouve la capacité de dynamiser sa demande interne.

... et révèle les nouvelles contraintes que fait peser la convergence européenne sur l'Allemagne...

Si le couple franco-allemand tire aujourd'hui l'Europe vers le bas, il ne fonctionne pas pour autant, c'est bien connu, sur le mode de la symétrie. Le trait nouveau en la matière, ce sont les difficultés spécifiques que rencontre l'Allemagne sur les marchés internationaux. La France est parvenue, depuis la fin des années quatre-vingt, à stabiliser tendanciuellement ses parts de marché en volume à l'exportation, ce qui constitue une inflexion positive par rapport au passé et contribue à la bonne tenue de ses soldes extérieurs. L'évolution récente est moins favorable en Allemagne, où l'impact de l'unification, via les tensions physiques et nominales qu'elle a suscitées, s'est surajouté à la tendance baissière à long terme des parts de marché manufacturières. Pourtant, prenant en compte l'effort de redressement de leur compétitivité par les producteurs allemands et les débouchés offerts par le redémarrage de l'investissement européen, la chronique de conjoncture publiée en avril 1995 escomptait un redressement rapide des parts de marché allemandes à hauteur de leur niveau de 1991, effaçant ainsi leur dégradation des années 1992-1993. Il n'en a rien été et il reste encore hypothétique de certifier que le point bas des parts de marché allemandes soit d'ores et déjà atteint (graphique 4).



4. Part de marché à l'exportation de produits manufacturés de l'Allemagne

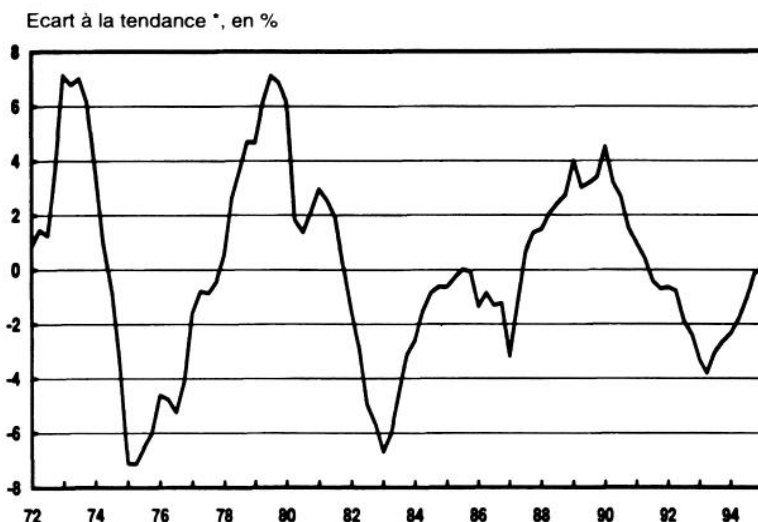
Sources : OCDE, estimations et prévisions OFCE.

Cette surprise, qui a pesé lourd dans la conjoncture allemande et européenne, fait jouer au premier degré deux facteurs ⁴ :

— *la dégradation confirmée, au moins jusqu'à la mi-1995, de la compétitivité-prix (prix à l'exportation et coûts salariaux unitaires de production) des exportateurs allemands.* La dépréciation du dollar a joué son rôle et elle a amplifié la contrainte concurrentielle sur les producteurs allemands. Cette contrainte se traduit, depuis 1991, par une dégradation de la compétitivité-coûts bien plus importante que la compétitivité-prix. Les marges bénéficiaires à l'exportation ont été comprimées et la moindre rentabilité à l'exportation a sans doute contribué à décourager cette dernière. Au demeurant, sur longue période, les parts de marché allemandes apparaissent plus fortement corrélées à la compétitivité-coûts qu'à la compétitivité-prix.

— *la médiocrité du cycle d'investissement global engagé dans l'ensemble de l'OCDE, spécialement en Europe.* La spécialisation de l'Allemagne dans la production de biens d'équipement rend ses exportations très sensibles à la tenue de l'investissement de ses partenaires de l'OCDE et, encore plus, européens. Or, si le cycle d'investissement de l'OCDE a bien renoué avec la reprise à partir de la mi-1993, il s'interrompt à mi-chemin (graphique 5) et ce sont prioritairement les pays européens qui portent la responsabilité de ce coup d'arrêt. La reprise de l'investissement en 1994, soutenue par l'expansion anglo-saxonne et le redémarrage des pays dévaluationnistes en Europe, a favorisé la meilleure tenue provisoire des parts de marché allemandes au cours de cette année. Son tassement en 1995 laisse jouer de nouveau la dégradation de la compétitivité, malgré le redressement limité du dollar sur le second semestre de cette année.

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



* La tendance est obtenue par application d'un modèle statistique de décomposition entre tendance et cycle à la série de FBCF agrégée des pays de l'OCDE.

Sources : OCDE, estimations OFCE.

4. Comme le montrent des essais économétriques les prenant conjointement en compte.

Dans un contexte de dollar d'abord baissier, puis restant sous-évalué, l'Allemagne ne peut défendre ses parts de marché que si l'expansion européenne est suffisamment solide pour généraliser des comportements d'investissement actifs en Europe. Faute d'une telle expansion, l'industrie allemande s'avère vulnérable à la dégradation de sa compétitivité-prix. L'attention est ainsi attirée sur la contrainte qu'exerce en retour sur l'Allemagne la généralisation, au sein de l'Europe, de politiques économiques à dominante restrictive, sous la double pression de l'ancrage sur la référence allemande et des critères de convergence. Les partenaires européens de l'Allemagne s'adaptent et cette adaptation fait mal à l'Allemagne, surtout si elle n'est pas propice à la croissance collective de l'Europe.

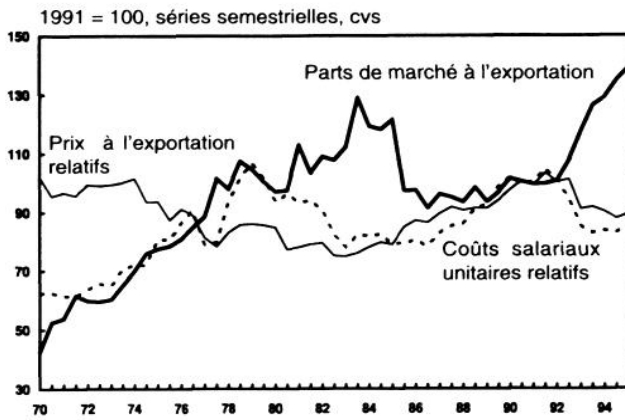
L'adaptation a pris des modalités différentes selon les pays. Dans le cas des pays monétairement arrimés à l'Allemagne, l'effort de maîtrise des coûts et de flexibilisation du marché du travail a souvent conduit à des évolutions récentes des parts de marché plus favorables qu'en Allemagne (c'est le cas en Autriche, en France, aux Pays-Bas) et, sans doute, pour partie à son détriment. Quant aux pays européens qui ont recouru depuis 1992 aux dépréciations monétaires, une « coalition » *a priori* paradoxale s'est forgée entre le Nord scandinave riche et le Sud méditerranéen pauvre de l'Europe. Bénéficiant de niveaux de développement différents et confrontés à des évolutions structurelles pour partie antagonistes, ces deux zones ont recouru en commun, afin de faire face à leurs déséquilibres, à l'arme de la dévaluation : la principale tierce victime a été l'Allemagne, sommée de s'adapter à son tour.

Sur longue période (c'est-à-dire au cours des vingt-cinq dernières années), l'Espagne et le Portugal témoignent en effet de gains consistants de parts de marché manufacturières à l'exportation, compatibles avec une certaine élévation tendancielle de leurs coûts unitaires salariaux relatifs (graphique 6). Ces pays sont, depuis les années soixante, en situation de rattrapage sur leurs partenaires européens : la mise à niveau progressive et générale des salaires accompagne un rattrapage de productivité plus rapide dans les activités exposées à la concurrence internationale, dont la qualité de spécialisation s'améliore, que dans celles qui en sont protégées. En Suède et en Finlande, c'est largement le processus symétrique qui intervient : la tendance à la baisse des parts de marché s'accompagne d'une normalisation vers le bas des coûts unitaires relatifs, qui se fait par à-coups (même si la lecture du cas finlandais doit faire la part de la spécificité sectorielle de ses exportations et de leur reconversion géographique induite par la chute de l'URSS). Les cas norvégien et italien sont intermédiaires. En Norvège, l'enrichissement pétrolier rend plus aisément supportables les pertes de parts de marché manufacturières. L'Italie, dont la partie Nord n'accuse guère de retard industriel, se caractérise par une stabilité, sur longue période, de ses parts de marché, qui bénéficie du contrôle de ses coûts relatifs.

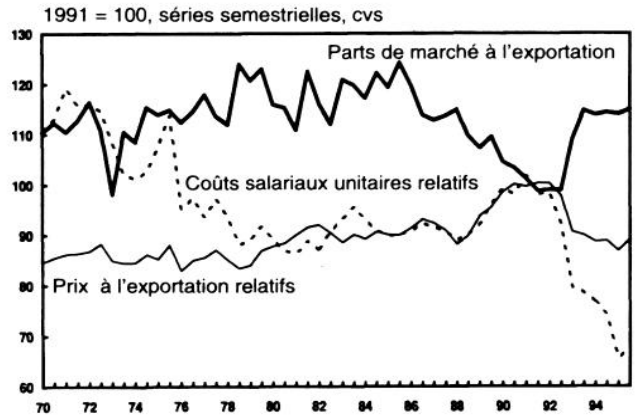
Ces évolutions de longue période, qui obéissent à des logiques spécifiques, sont vulnérables à des dérèglements de court terme : soit

6. Parts de marché à l'exportation et indicateurs de compétitivité de six pays européens

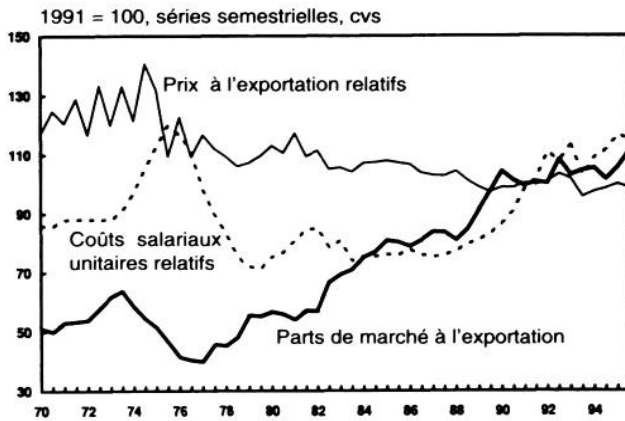
Espagne



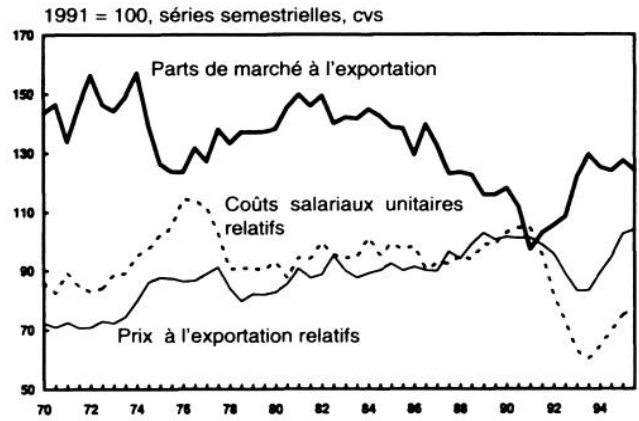
Italie



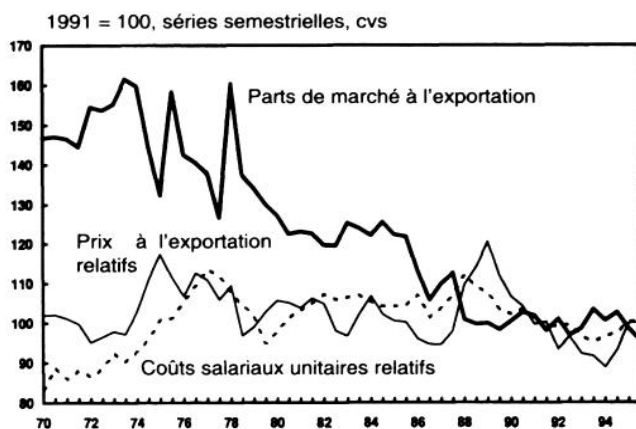
Portugal



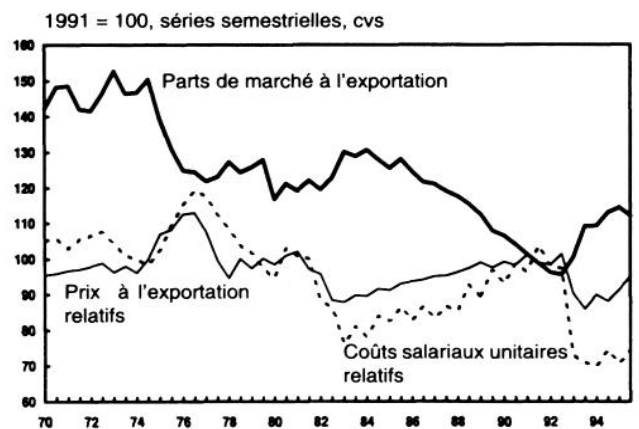
Finlande



Norvège



Suède



Pour un pays donné, les indicateurs de compétitivité rapportent, après conversion en une unité monétaire commune, les coûts salariaux unitaires ou les prix à l'exportation nationaux à une moyenne pondérée des coûts ou prix des concurrents. La compétitivité se détériore lorsqu'ils s'élèvent.

Source : OCDE.

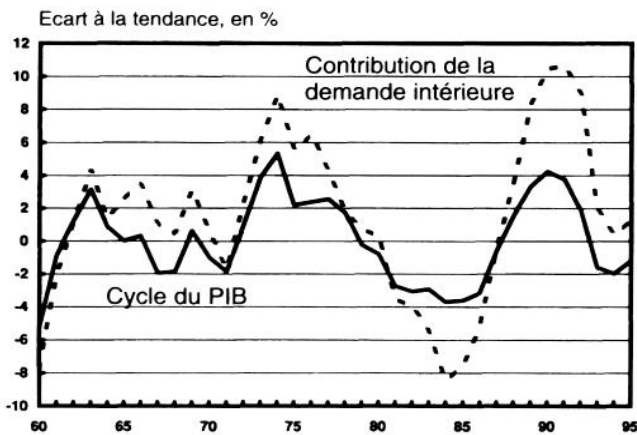
que la rigueur de l'ancrage monétaire suscite une réévaluation excessive du change réel, entravant ou renversant l'amélioration tendancielle des parts de marché (l'Espagne et l'Italie après 1986, le Portugal à la fin des années quatre-vingt) ; soit que l'accélération de leur dégradation tendancielle révèle une surévaluation héritée du passé mais s'aggravant (les pays scandinaves sur la seconde moitié des années quatre-vingt). Les dépréciations intervenues depuis le début des années quatre-vingt-dix sont venues corriger ces dérèglements et ont remis le niveau des parts de marché à l'exportation dans la tendance de longue période. Elles ont corrigé les déséquilibres des trajectoires enregistrées par ces pays au cours de la dernière décennie, plutôt qu'elles n'ont à l'excès déformé le partage des marchés en leur faveur. Si l'Allemagne perd visiblement plus de parts de marché que ces pays n'en retrouvent, c'est aussi parce que ces corrections ne sont pas neutres à l'égard du reste du monde. Elles permettent aux pays du Nord et du Sud de l'Europe de s'adapter plus aisément à la concurrence américaine et asiatique que ce n'est le cas de l'Allemagne.

La nature de la correction macroéconomique enregistrée par les pays nordiques et méditerranéens peut être également appréciée au travers du profil spécifique de leur dernier cycle conjoncturel (graphique 7). L'expansion du PIB sur la seconde moitié des années quatre-vingt puis son repli ultérieur, jusqu'en 1993, se sont appuyés, nonobstant les nuances entre pays, sur un cycle particulièrement ample de la demande intérieure (à la fois par rapport au cycle du PIB et, souvent, par rapport aux cycles passés de cette demande). En conséquence, les exportations nettes (exportations moins importations) ont enregistré un comportement contracyclique habituel mais accentué : elles se sont particulièrement dégradées durant la période d'expansion. Les conditions internationales (notamment les mouvements de capitaux) n'ont été que temporairement permissives à l'égard des déséquilibres externes conséquents. Les dévaluations se sont avérées nécessaires à leur résorption, de pair avec un ajustement souvent drastique de la demande interne. Elles ont permis à ces pays de sortir de la récession à laquelle avaient contribué leurs pertes de compétitivité, si bien qu'ils ont généralement retrouvé en 1995 une activité proche de son niveau tendanciel.

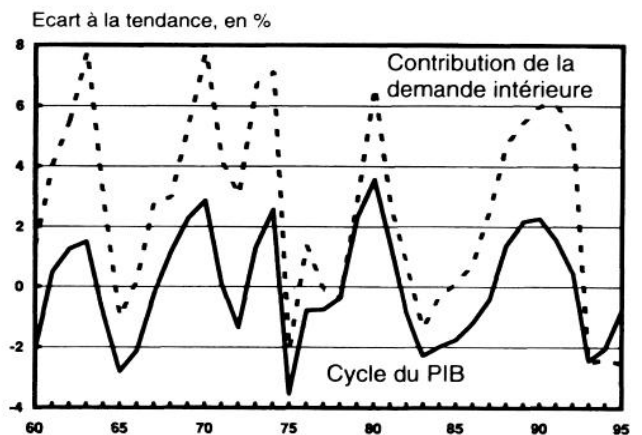
Si l'année 1995 peut ainsi être perçue comme un point proche de l'équilibre pour ces pays, on ne saurait extrapoler leur reprise marquée. Leur capacité d'expansion s'essouffle désormais : soit qu'elle bute sur une prudence de la politique monétaire se prévalant de résurgences inflationnistes, aussi modérées et transitoires soient-elles (persistantes cependant en Italie), ainsi que sur la priorité au redressement budgétaire ; soit qu'elle souffre désormais plus nettement du faible dynamisme de la demande interne de consommation et de la prise en compte de cette faiblesse, comme de la morosité européenne, dans les intentions d'investissement. La croissance ralentira dans ces pays en 1996-1997 par rapport à 1994-1995, même si elle y reste en moyenne au-dessus de celle du couple franco-allemand.

7. Cycle du PIB et contribution de la demande intérieure à ce cycle

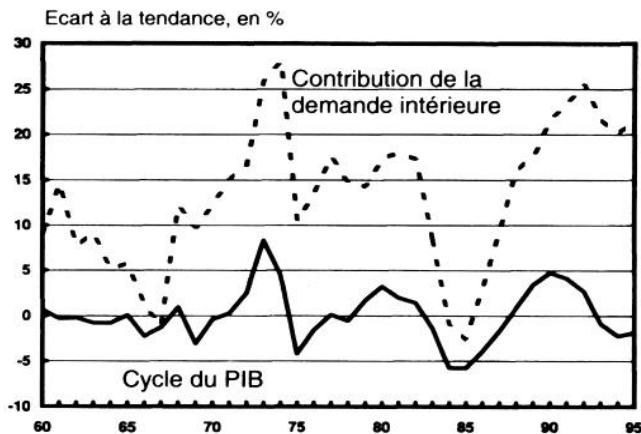
Espagne



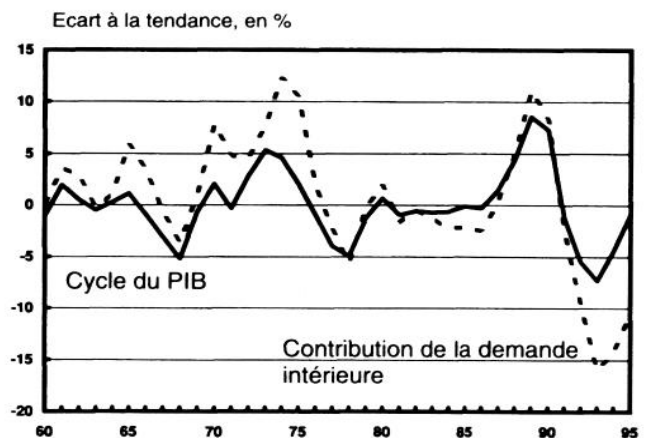
Italie



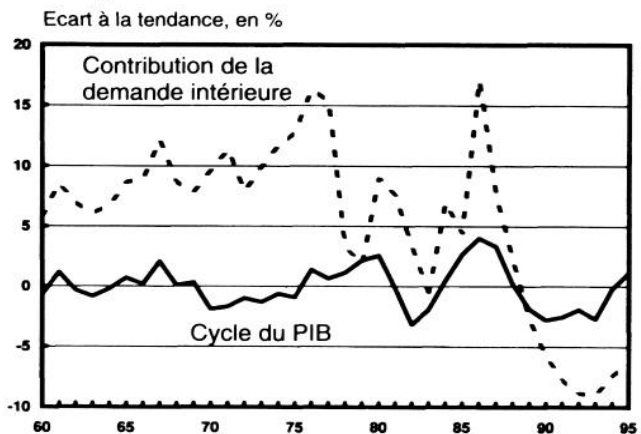
Portugal



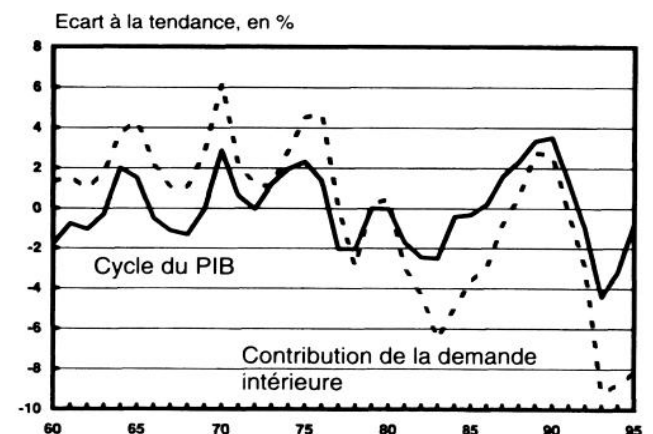
Finlande



Norvège



Suède



Le cycle du PIB de chaque pays est calculé comme l'écart entre ce PIB effectif et le PIB tendanciel estimé par la méthode de Hodrick-Prescott. La contribution de la demande intérieure est le rapport entre la demande intérieure totale et le PIB tendanciel.

$$\text{En effet : } \frac{\text{PIB}}{\text{PIB tendanciel}} = \frac{\text{demande intérieure}}{\text{PIB tendanciel}} + \frac{\text{exportations nettes}}{\text{PIB tendanciel}}$$

Source : OCDE, estimations OFCE.

La morosité européenne finit évidemment par nuire à tous les membres de l'Union. Au sein de cette eurosclérose revenue, le paradoxe allemand est celui d'une économie dont le taux de croissance potentiel, au vu de ses ressources productives, paraissait un des plus élevés de l'Union et dont la croissance effective sera, en 1996-1997, parmi les plus faibles. Un tel paradoxe souligne les dysfonctionnements européens. La synchronisation des cycles nationaux européens s'est affirmée depuis une quinzaine d'années en liaison avec l'approfondissement du marché unique et le renforcement des interdépendances commerciales. L'Allemagne peut exercer pourtant des effets de « transmission inverse » sur ses partenaires : par exemple, un repli de l'activité allemande peut avoir un impact favorable sur ceux-ci, via la détente des taux d'intérêt. Mais de tels effets sont dominés par le poids des interdépendances commerciales, sans disparaître pour autant : ils se manifestent sous la forme d'une externalité, favorable ou défavorable à la croissance selon les moments, dans l'ensemble de l'Union européenne. Aujourd'hui, l'Allemagne subit le choc en retour des effets restrictifs qu'elle avait pour partie exportés chez ses partenaires et les effets multiplicateurs négatifs, se manifestant en début d'année par une nouvelle phase de déstockage, freinent le commerce intra-européen. Maintenant les taux courts allemands baissent mais il est trop tard pour que les autres pays européens en tirent le bénéfice qui était envisageable rapidement au moment de la reprise de 1994. Cette baisse aura certes des effets positifs, mais ceux-ci ne joueront désormais qu'avec un certain délai.

... ainsi que le déficit de coopération des politiques nationales

Dans cette affaire, l'efficacité des règles d'action que s'imposent les européens, au travers d'une coopération déficiente, est tout autant en question que la qualité de l'adaptation allemande à la concurrence internationale. Si cette adaptation se fait par la banalisation du marché du travail germanique, en termes de flexibilité de l'emploi et des salaires, cette déficience n'en sera pas pour autant corrigée. Et il est peu probable que les salariés et consommateurs européens apprécient trop une telle évolution concurrentielle généralisée des marchés du travail.

La définition de politiques économiques adaptées était cruciale en Europe pour conforter la reprise et faciliter la prise de relais de la demande externe par la demande intra-européenne. Peut-on en effet considérer qu'il y a exogénéité du cycle par rapport à la politique économique ? Certains discours sont bâtis comme si c'était le cas. Par exemple, les économies européennes seraient devenues plus cycliques en raison d'évolutions fondamentales (comme la libéralisation des marchés) et les politiques économiques devraient s'adapter à cette évolution qu'elles ne maîtrisent pas : soit en jouant adroitement des stabilisateurs automatiques et en ayant le sens de l'opportunité dans la mise en œuvre de mesures nouvelles ; soit en choisissant la neutralité, si les fluctuations traduisent la réaction optimale de l'économie privée à des chocs exogènes. L'économie décide, la politique

s'adapte (et ne peut faire guère mieux que d'accompagner, voire lisser, les évolutions conjoncturelles, sans toucher aux tendances fondamentales).

La réalité paraît plus complexe. Sur un horizon de l'ordre du cycle conjoncturel « normal » (soit cinq à dix ans), une politique économique n'est pas neutre lorsque, définie avec suffisamment de clarté et appliquée avec suffisamment de persévérance, elle influence les relations de moyen terme entre variables importantes de l'activité économique (par exemple : le salaire et la productivité ; ou encore le taux de change et le taux d'intérêt). Un régime durable de politique économique, caractérisé par un ensemble cohérent d'objectifs et de règles d'action, peut infléchir sensiblement la régulation typique de l'économie nationale. Mais il est difficile de sortir d'un tel régime, même lorsqu'il ne paraît plus adapté à une situation nouvelle. Il se consolide en effet comme un système d'incitations intériorisées par les agents économiques. La flexibilité du marché du travail, du salaire comme de l'emploi, est ainsi au cœur des incitations associées aux politiques de désinflation qui ont prévalu depuis une décennie en Europe : face à la libéralisation des marchés de biens et de capitaux, le marché du travail, toujours prioritairement inscrit dans le cadre national, est devenu le lieu principal des ajustements macroéconomiques. La rechute européenne de 1995 témoigne de l'ampleur des contraintes qui s'exercent sur les marchés du travail nationaux et qui minent la confiance des ménages. Elle met en évidence la carence de coopération des politiques nationales, qui s'exprime notamment par la simultanéité des restrictions budgétaires.

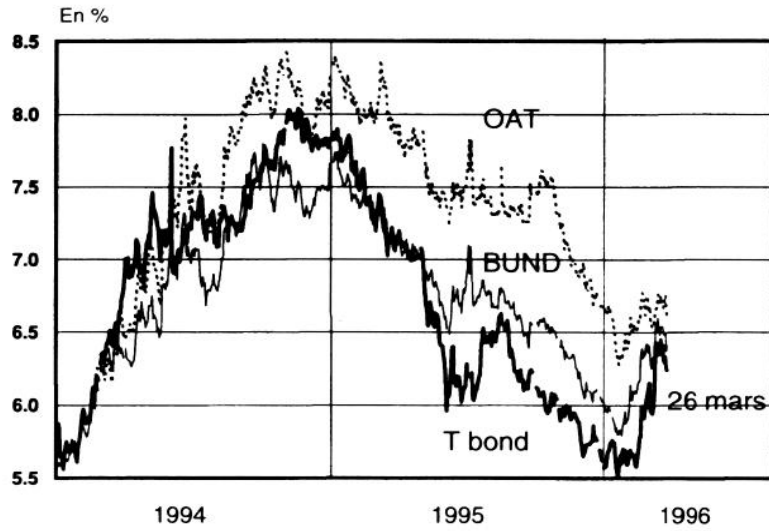
En sous-activité durable, nombre de pays européens, dans leur ensemble, enregistrent des excédents courants notables. Ceux-ci traduisent une accumulation de richesse privée qui s'investit pour partie dans les titres publics. Cette configuration a concouru, jusqu'au début 1996, à l'orientation baissière des taux d'intérêt nominaux, aussi bien aux échéances longues que courtes. La reconstitution des capacités de financement privées favorise la liquidité des marchés. Mais cette reconstitution n'est pas libre de s'employer d'emblée au financement de dépenses réelles. Les capacités de financement sont souvent préaffectées sous forme de remboursements, d'abandons de créances, de provisions diverses, de restructuration des risques. Bref, ces capacités ne sont pas toujours de l'argent librement mobilisable, comme pourrait le laisser croire une lecture naïve des comptes nationaux. Elles sont, pendant un temps, mobilisées prioritairement par l'apurement du passé. Elles facilitent une restructuration des patrimoines financiers, attentive aux arbitrages internationaux, qui peut induire par là-même des fluctuations des prix des actifs déconnectées de la réalité des conjonctures nationales. Celles-ci se vengent cependant: les marchés d'actions peuvent souffrir de la faiblesse des anticipations de croissance et, donc, de profits ; les marchés obligataires européens répercutent d'autant plus vite les tensions américaines récentes que la difficulté à réduire les dettes publiques est renforcée par l'affaiblissement conjoncturel et que l'union monétaire restera, jusqu'au dernier moment, un projet à la crédibilité incertaine.

C'est une caractéristique des périodes à tonalité déflationniste que cet usage contraint des ressources financières pour la liquidation des passifs et la restructuration des patrimoines. La dégradation de l'intermédiation bancaire et la situation critique de certaines institutions financières ne permettent pas ainsi d'assimiler la liquidité des marchés à celle de l'économie. La contrainte touche les Etats qui ne peuvent compter sur le système bancaire pour financer leurs déficits et qui doivent faire en permanence la preuve de leur crédibilité sur les marchés, aux conditions de ces derniers. Les banques centrales répercutent plus le mouvement des taux de marché dans leurs taux directeurs que la causalité inverse ne prévaut et ce mouvement reflète la faiblesse de l'activité réelle plutôt qu'il n'incite à son redémarrage. Dans une telle situation, la baisse des taux courts nécessaire ne suffit plus à assurer rapidement ce dernier. Elle facilite le redressement des situations financières, mais celui-ci prend du temps pour que l'ensemble des agents en bénéficie et le ressent suffisamment pour adopter un comportement de dépenses plus actif.

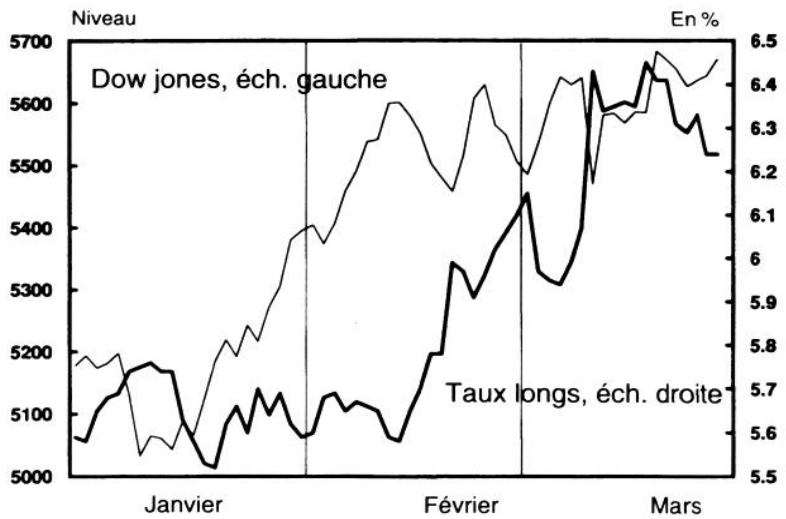
Le balancier des mouvements de capitaux favorise un rapprochement des taux longs

La clôture de l'année fiscale 1995 au Japon apporte son lot, coutumier depuis trois ans, de perturbations sur les marchés financiers internationaux. Cette saisonnalité des désordres financiers n'exclut pas la réalité d'arbitrages plus fondamentaux. Le premier trimestre 1996 met ainsi fin à la détente quasi-continue des taux longs durant l'année 1995, à l'exception d'un intermède durant l'été (graphique 8). Un point bas est atteint à la fin de janvier (Etats-Unis : 5,5 %, Allemagne : 5,8 %, France : 6,3 %, Royaume-Uni : 7,8 %, Japon : 3 %). Mais depuis le début de février, les tensions se sont exacerbées sur les marchés obligataires. Si les investisseurs ont crû pouvoir se replier sur les actions dans un premier temps, le mini-krach qui a ébranlé Wall-Street début mars a rapidement ramené la vigilance sur un marché, où le niveau des rendements, historiquement bas, ne permettait pas d'envisager de véritable découplage avec les marchés obligataires (graphique 9). Le renchérissement de l'argent à long terme est généralisé, mais il diffère selon les pays. Aux Etats-Unis comme en Allemagne, la hausse était proche d'un point à la mi-mars. Elle est plus limitée en revanche dans les pays d'Europe du Sud et en France (de l'ordre du demi-point). Les écarts de taux se sont donc sensiblement modifiés durant cette période, resserrant un peu plus les conditions nominales de financement à long terme des pays de l'OCDE, en particulier entre la France et l'Allemagne (graphique 10). Ces corrections relèvent à la fois de facteurs techniques, sanctionnant en particulier une surexposition des investisseurs au marché américain, et d'éléments plus fondamentaux, liés à la réappréciation des rythmes de croissance relatifs en début d'année ainsi qu'à une redéfinition des primes de risque entre pays, au détriment en particulier de l'Allemagne.

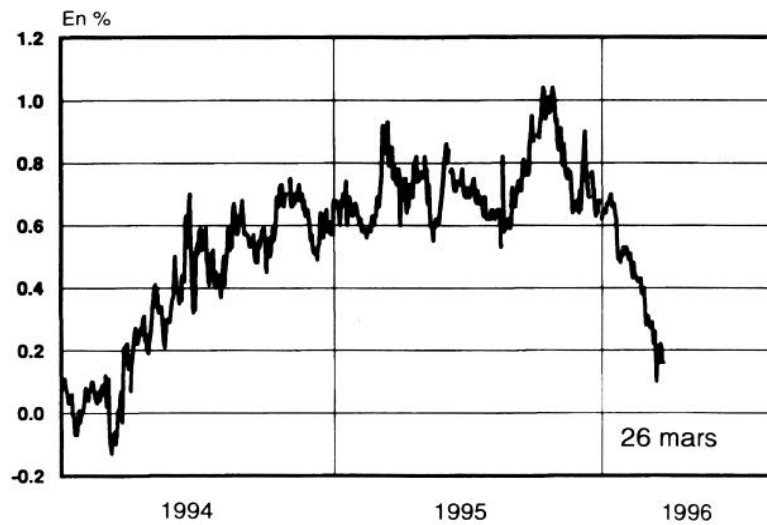
8. Taux d'intérêt nominaux à 10 ans



9. Taux d'intérêt à 10 ans et indice boursier aux Etats-Unis en 1996



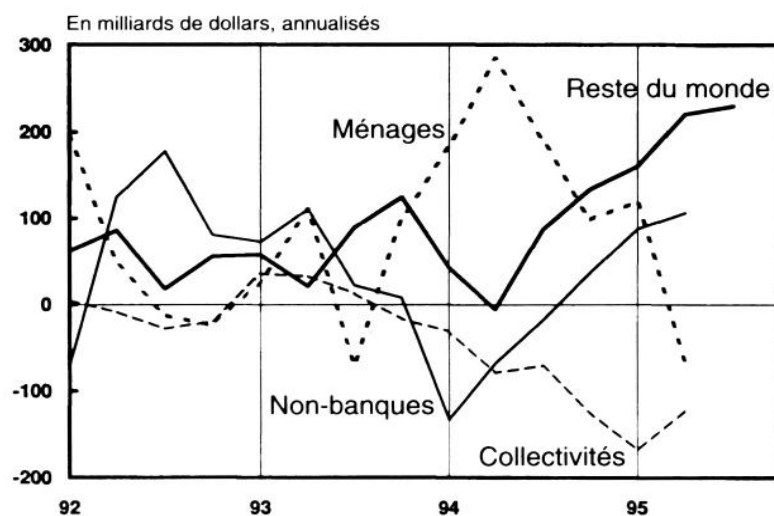
10. Ecart de taux France / Allemagne à 10 ans



Source : Presse quotidienne.

L'ajustement présent trouve en partie son fondement, ou son déclenchement, dans les prises de bénéfice des investisseurs japonais. Les banques japonaises, en particulier, qui supportent l'essentiel de la charge du plan de liquidation des *Jusens* (5,7 mille milliards de yens), tentent de compenser de la sorte la dégradation de leurs ratios de fonds propres. Il n'est donc pas étonnant que les évolutions récentes soient symétriques des arbitrages qui avaient prévalu au cours de 1995. Le marché américain a bénéficié durant l'année 1995 d'un décalage particulièrement favorable entre la préférence pour la liquidité de ses agents résidents et celle des résidents japonais. Aux Etats-Unis, les ménages ont arbitré en faveur de l'épargne longue, l'orientant en direction des fonds communs de placement ou d'investissement et des fonds de pension, au détriment des dépôts à vue (évolution qui conditionne grandement l'évolution relative des agrégats monétaires : ralentissement pour M1, accélération pour M3). Les investisseurs institutionnels ont de ce fait largement participé à la liquidité des marchés de titres, en particulier obligataires. L'arbitrage a été tout autre au Japon où l'accroissement de la propension à épargner des ménages a bénéficié aux placements liquides auprès des grandes banques et de la poste. Dans un pays où l'attrait des rendements intérieurs est plus faible qu'à l'étranger, les institutions depositaires de cette liquidité (alimentée de surcroît par la politique monétaire permissive) ont privilégié les placements longs sur lesquels elles pouvaient réaliser une marge significative. Mais face à la faible demande de financement de l'économie nippone, l'arbitrage a joué massivement en faveur des titres obligataires du marché américain, rendus d'autant plus attractifs qu'ils laissaient espérer des plus-values (graphique 11).

La liquidité du marché américain a également été accrue en 1995 par les interventions massives de la Banque centrale du Japon destinées à soutenir la devise américaine et protéger la compétitivité nippone, et probablement par celles de ses voisins asiatiques désireux de réduire les tensions inflationnistes favorisées par la hausse du yen. Et de fait,



11. Achats de bons du Trésor américains

Source : Federal Reserve, Flow of Funds Accounts.

près de la moitié des achats de bons du trésor sont d'origine officielle en 1995. Finalement, la politique de facilité monétaire pratiquée au Japon a alimenté prioritairement la liquidité des marchés internationaux.

Au total, le marché d'outre-Atlantique a profité d'une conjonction d'éléments particulièrement favorables durant l'année 1995 qui ont conduit au retour d'un excédent de la balance de base et amplifié la décrue des taux, en-deçà probablement du niveau que justifiait la moindre croissance. Plusieurs éléments ont mis un terme à cette évolution en début d'année :

— le premier tient à la prise de conscience par les investisseurs de la marge réduite de détente supplémentaire de la politique monétaire aux Etats-Unis, inquiétude qui a gagné l'ensemble des marchés. Ce déplacement des anticipations, perceptible dans l'évolution des séquences de taux à trois mois sur les marchés à terme entre fin janvier et fin février, est lié à la bonne tenue des indicateurs d'activité aux Etats-Unis. L'incertitude sur le cheminement de la croissance américaine a encore été exacerbée début mars par l'annonce du rebond des créations d'emplois en février. Mais les marchés se sont aussi donnés quelques sueurs froides, en scrutant le chiffre de croissance monétaire allemande, que son mode de calcul rend peu significatif et fort variable en début d'année.

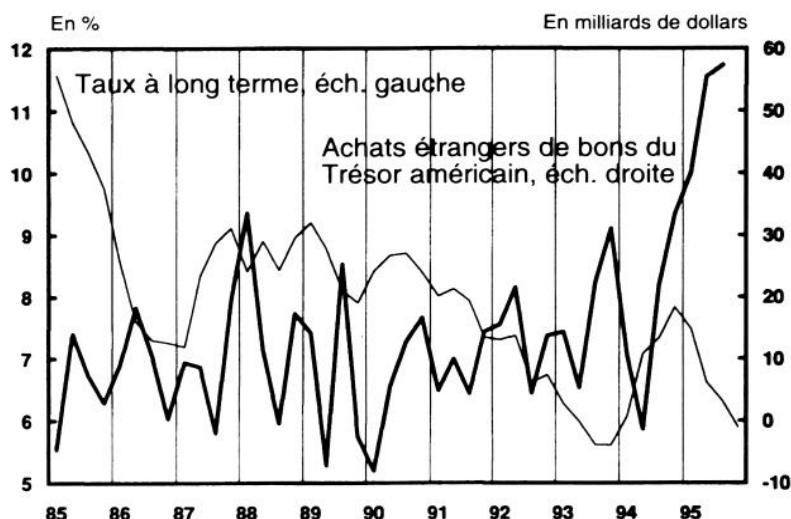
— l'effet de retour a été d'autant plus sensible que les arbitrages passés avaient conduit à une surpondération de la devise américaine dans les portefeuilles internationaux, principalement sous forme obligataire. Un report sur les monnaies européennes et sur les actions était recommandé par les analystes de marché dès la fin de 1995. Aussi, les évolutions récentes sur le marché des changes et des titres relèvent en partie d'une correction technique, contrecoup des entrées record de capitaux à long terme sur le marché américain (graphique 12).

— les moindres pressions sur le yen en début d'année ont limité par ailleurs les interventions de la Banque du Japon, réduisant probablement la liquidité du marché obligataire américain (graphique 13). La même hypothèse, difficilement vérifiable, est aujourd'hui avancée pour les pays d'Asie. Il est en effet peu probable que les banques centrales asiatiques continuent à accumuler des actifs libellés en dollar au même rythme qu'en 1995.

L'évolution récente des taux restitue bien les incertitudes liées au rythme de croissance américain. La repentification de la courbe des échéances américaines est conforme à la phase et à l'intensité du cycle actuel. En revanche la remontée des taux longs européens trouve difficilement d'autre justification que celle d'un effet de contamination. Deux facteurs spécifiques à l'Europe pourraient cependant justifier les évolutions récentes :

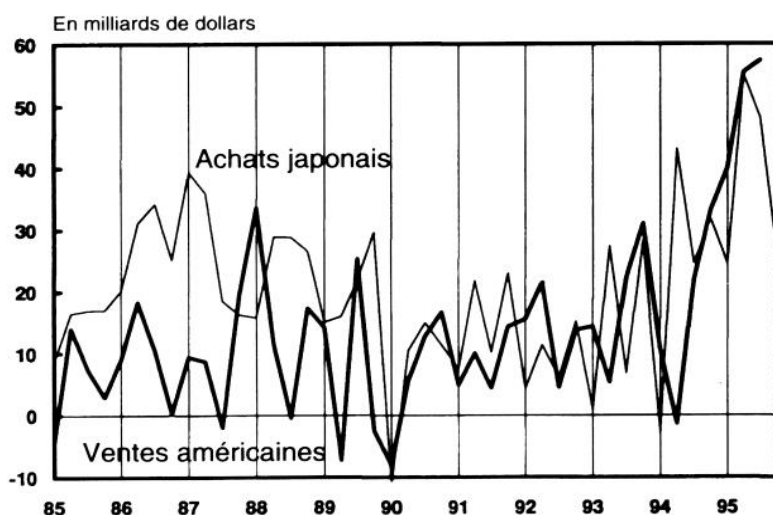
— la prise en considération de déséquilibres budgétaires structurels mais surtout conjoncturels plus amples que prévus.

— le nivellement des primes de risques associées aux différents pays dans la perspective de mise en œuvre de la monnaie unique. Les taux allemands seraient alors les plus pénalisés par l'incorporation d'une prime sur les obligations arrivant à échéance après 1999. Un tel phénomène pourrait expliquer la tendance au rapprochement des taux



12. Achats étrangers de bons du Trésor américain et taux d'intérêt à long terme

Source : Federal Reserve.



13. Vente aux étrangers de bons du Trésor américain et achat d'obligations étrangères par la Banque centrale et les résidents japonais

Sources : Federal Reserve, Banque du Japon.

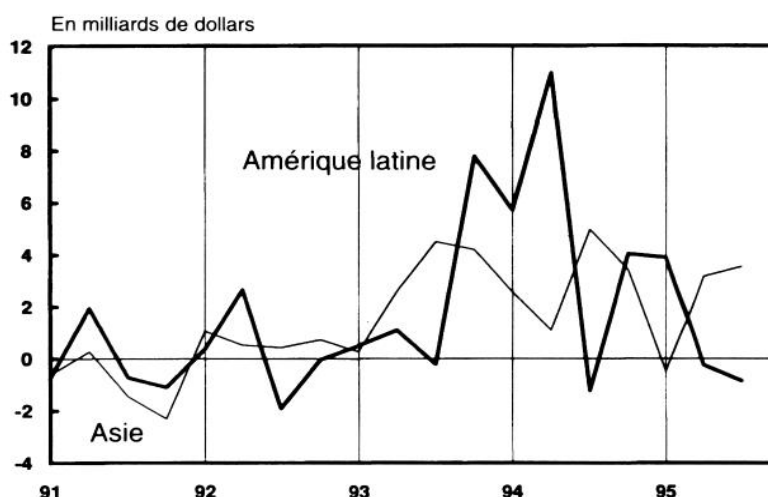
longs intra-européens (à l'exception notable du Royaume-Uni) au cours des dernières semaines.

Les autres explications fondamentales, invoquant les risques d'une résurgence de l'inflation mondiale par excès de création monétaire ne paraissent pas fondées. Celles qui se rapportent à un risque de rareté de l'épargne à la suite du retour en grâce des économies émergentes, après les affres de la crise du peso, paraissent exagérées dans le contexte de croissance médiocre des pays de l'OCDE (l'infériorité de la demande au potentiel de production n'augurant pas d'une pénurie d'épargne). Jusqu'ici, en outre, lorsqu'il y a eu éviction, cette dernière a toujours joué en défaveur des zones émergentes et non des pays développés (c'est le phénomène de réversibilité évoqué plus haut). Jusqu'au troisième trimestre de 1995, la balance des capitaux américaine signale un transfert modéré de fonds en direction des pays

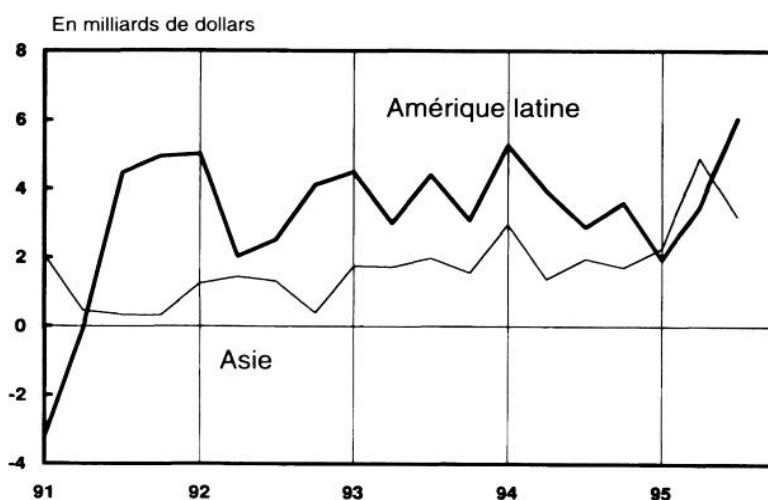
d'Asie et d'Amérique latine. La faiblesse du peso a logiquement dopé l'investissement direct en direction du Mexique, tandis qu'il a freiné les investissements en portefeuille. L'Asie profite de cette désaffection relative (graphiques 14 et 15). Il est probable cependant que les investissements vers les diverses zones émergentes se soient intensifiés au cours des derniers mois, si l'on en croit le dynamisme retrouvé des Bourses locales, asiatiques (en particulier chinoise, philippine, indienne et pakistanaise) aussi bien que latino-américaines (Brésil, Mexique, Venezuela). A ces flux, s'ajoutent ceux qui grandissent en direction de l'Europe orientale.

Au total, l'ajustement présent ne paraît pas devoir dégénérer en tensions extrêmes. C'est le pari qui est fait dans cette prévision. Néanmoins, ce scénario médian est fortement tributaire de celui retenu pour l'économie américaine, qui élimine toute dérive vers une surchauffe. Si cette dernière hypothèse prévalait malgré tout, il est probable que les politiques monétaires européennes ne se durciraient pas, face aux tensions américaines, afin de sauvegarder les chances de résorber les déficits publics.

14. Achat de titres asiatiques et latino-américains par les investisseurs privés américains



15. Investissements directs asiatiques et latino-américains par les investisseurs privés américains



Source : Federal Reserve.

L'atterrissage en douceur de l'économie américaine s'est amorcé dès le début 1995...

L'année 1995 prise dans son ensemble donne l'image d'une croissance américaine qui s'est nettement ralentie par rapport au rythme de 1994 (en moyenne annuelle, 2,1 % après 3,5 %). Cette impression est confirmée par l'analyse des performances trimestrielles qui donne un éclairage nouveau (par rapport aux anciens chiffres de comptabilité nationale ⁵) à l'atterrissage en douceur. Si l'idée n'est pas remise en cause, sa datation et son ampleur méritent examen. En effet, le pic de croissance que l'on repère désormais serait situé au deuxième trimestre 1994. La croissance aurait donc commencé de ralentir plus tôt que ce n'était auparavant perçu et le mouvement se serait accusé sur le premier semestre 1995 : le coup d'arrêt se situe entre le quatrième trimestre 1994 et le premier trimestre 1995, puis se confirme au second. Du rebond de l'été 1995 se dégage cependant l'image d'une croissance équilibrée, tirée par toutes les composantes de la demande, mais reposant en particulier sur la réactivation de l'investissement logement et la confirmation du renouveau des exportations, qui contraste avec le ralentissement brutal des importations. La mobilisation de l'offre domestique, en vue de satisfaire à la fois la demande intérieure et la demande extérieure, a été facilitée par la diminution du taux d'utilisation des capacités de production et la contraction du stockage. La pause du début 1995 est finalement apparue nécessaire avant le rebond.

Les à-coups de la consommation privée ont déterminé ceux de l'activité, alors que la croissance restait intrinsèquement soutenue par les exportations et l'investissement productif. La contrainte externe n'a finalement pas joué pour trois raisons. D'abord, la politique commerciale (dite stratégique) américaine enregistre de premiers résultats. Elle vise à une géographie plus équilibrée et diversifiée du commerce extérieur américain en misant sur les zones de croissance les plus rapides sans pour autant négliger les échanges avec l'Europe. Le commerce extérieur américain a finalement peu souffert du ralentissement européen (grâce entre autres à de fortes exportations d'avions civils), alors que la politique de réduction du déficit bilatéral avec le Japon commence à porter ses fruits. Deuxièmement, la poursuite des gains de parts de marché engagés depuis le début de 1994 bénéficie d'une politique de prix à l'exportation tirant partie de la dépréciation du dollar pour concilier la tenue des marges et celle de la compétitivité. Enfin, le ralentissement de la demande intérieure laisse les capacités productives plus disponibles pour satisfaire la demande extérieure.

La consommation a encore bénéficié d'une tenue du marché du travail favorable aux ménages, qui est allée de pair avec un

5. Le diagnostic rétrospectif et les présentes prévisions reposent sur les nouvelles séries de comptes nationaux, à savoir (entre autres) des volumes calculés à partir d'un indice de prix à pondérations enchaînées (unité de mesure : le « dollar 1992 chaîné »), qui se substitue à un indice à pondérations fixes (unité de mesure : le « dollar 1987 »). L'analyse des précédentes chroniques s'en trouve affectée. Un jeu de graphiques est présenté en encadré 1, accompagné d'un commentaire comparatif rapide des nouveaux chiffres et des anciens.

ralentissement des gains de productivité au cours de 1995. La croissance, même modérée, est restée créatrice d'emplois : l'ajustement s'est fait sur la durée du travail. En conséquence, le coût unitaire réel du travail (dans le secteur privé non agricole) est à nouveau en hausse, même si les perspectives de progression salariale restent bornées par les performances de productivité. L'année 1995, prise dans son ensemble, apparaît comme un meilleur cru que 1994 pour les revenus réels. Les effets directs et diffus de la croissance de 1994 se sont fait sentir en 1995 sur la progression des revenus salariaux (le pouvoir d'achat du salaire hebdomadaire a progressé légèrement en 1995 après deux années de contraction) et particulièrement des revenus du patrimoine. Cette progression plus rapide du revenu réel des ménages a alimenté leur épargne, bien qu'une mention particulière doive être faite pour les revenus du patrimoine : lorsque ces revenus progressent plus vite que le revenu disponible global, ils révèlent des effets de richesse qui stimulent la consommation.

Le cycle d'activité actuel apparaissant finalement moins dynamique que ne le laissent supposer les anciens chiffres de comptabilité nationale, deux implications en découlent. D'une part, l'argument selon lequel le cycle actuel faisait preuve, comparativement aux précédents, d'une résistance inhabituelle à l'inflation est à relativiser, si l'on considère que les tensions sur les capacités de production n'ont pas été aussi fortes que présumées. Le maintien de l'inflation sur un rythme faible a effectivement profité d'un ensemble de facteurs favorables. Malgré la dépréciation du dollar, l'inflation importée ne s'est pas manifestée, tandis que les producteurs domestiques adoptaient un comportement de parts de marché limitant la progression de leurs prix à la production et à l'exportation. La modération du prix des matières premières a favorisé ce comportement. Malgré l'accélération du rythme de croissance du coût salarial unitaire depuis 1993, la progression de l'indice du coût de l'emploi est restée faible (l'ajustement se faisant, semble-t-il, sur la composante charges patronales ⁶). Dans un contexte de baisse du taux d'utilisation des capacités de production et d'absence de tensions sur les délais de livraison, l'inflation par la demande ne pouvait que rester limitée. Derrière ce bilan positif, il reste cependant des opportunités pour que l'inflation réaccélère légèrement dès que les producteurs domestiques prendront moins sur leurs marges.

Jusqu'à présent, on pouvait penser que les anticipations de la Réserve fédérale sur les risques inflationnistes sous-jacents étaient parfaitement rationnelles, et que sa politique monétaire préventive engagée à partir de février 1994 avait bien atteint son but, celui de l'atterrissage en douceur de l'économie américaine. Aujourd'hui, à la lumière des nouveaux chiffres de croissance, en particulier ceux de 1994 et 1995, on peut se demander si la politique monétaire n'a pas

6. Qui comprend les congés payés, des primes diverses, les assurances individuelles et collectives (l'assurance santé en représentant 90 %), les cotisations retraites et la taxe de Sécurité sociale, cette dernière étant affectée au financement des programmes Medicare et Medicaid.

été trop restrictive, bridant trop tôt la croissance. Le fait que la détente monétaire ait été engagée dès juillet 1995 irait aussi en ce sens. Néanmoins, de nombreuses interrogations subsistent dans la mesure où l'estimation de la croissance potentielle de l'économie américaine peut aussi avoir été affectée par la révision des comptes nationaux.

... et contraint dans une marge étroite la croissance envisageable pour 1996 et 1997

Alors que le ralentissement de la croissance est engagé, le profil d'activité retenu pour 1996 et 1997 repose sur une vision modérément optimiste de la croissance américaine. Tout d'abord parce que l'hypothèque de la politique budgétaire n'est toujours pas levée. Alors que la pression fiscale ne devrait pas augmenter, une hausse des cotisations sociales est probable de même qu'une moindre « générosité » de l'Etat fédéral et/ou des Etats fédérés en termes de prestations chômage. A l'horizon 1997, l'impact restrictif devrait rester néanmoins limité, l'équilibrage budgétaire (dont le sort est au demeurant soumis aux contingences politiques) étant prévu sur sept ans.

La signification des indicateurs avancés a été sensiblement affectée par les fermetures prolongées des administrations publiques et par le mauvais temps, à la jointure des années 1995 et 1996. Ils semblent aujourd'hui mieux raconter l'histoire instantanée que celle des six ou neuf mois à venir, tandis que l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board oscille toujours juste sous la barre des 100, assimilée à un niveau de référence moyen. Les chiffres de production industrielle, de ventes de détail et du ratio stocks/ventes ne font que confirmer le ralentissement du quatrième trimestre 1995. C'est aussi le cas de l'indice NAPM pour le secteur manufacturier, qui persiste sous la barre des 50 % (synonyme de ralentissement de la production industrielle) sans pour autant franchir celle des 44 % (synonyme d'une contraction de l'activité dans l'ensemble de l'économie). Les indicateurs de l'investissement-logement ne donnent pas l'image d'un secteur susceptible de poursuivre au même rythme le rebond engagé au troisième trimestre 1995. Comme, fin 1995, il restait une légère marge de manœuvre à la baisse pour les taux hypothécaires et que, par rapport aux cycles précédents, l'investissement-logement est resté plus modéré sur l'ensemble du cycle actuel, ce secteur ne devrait pas, en contrepartie, freiner la croissance en 1996 et 1997. Son influence reste néanmoins marginale.

1. Aperçu sur la révision des comptes nationaux américains

La révision quinquennale de 1995 de la comptabilité nationale comprend :

- la substitution d'un indice de prix à pondérations enchaînées (année de départ 1992) à l'indice de prix à pondérations fixes (année de base 1987) afin que les volumes intègrent mieux les évolutions des prix relatifs ;
- des révisions sur les valeurs depuis 1959 pour certaines séries, depuis 1983 pour d'autres ;
- le traitement explicite des dépenses publiques en équipements et infrastructures comme des investissements : le poste dépenses publiques comprend maintenant une composante consommation publique (qui intègre la consommation publique de capital fixe) et une composante investissement public ;
- la mise en place d'une base empirique améliorée pour le calcul de l'amortissement afin de prendre en compte le fait que la plupart des équipements et des infrastructures ne suivent pas un schéma d'amortissement linéaire.

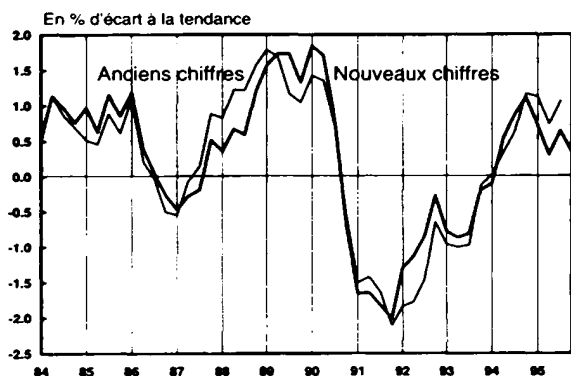
Trois remarques peuvent être faites :

— la phase de contraction du cycle précédent, entre le pic du deuxième trimestre 1990 et le creux du premier trimestre 1991, apparaît plus profonde (le PIB en volume s'est contracté sur cette période de 2 % contre 1,5 % avec les anciens chiffres). La reprise amorcée au deuxième trimestre de 1991 s'affirme bien sur 1992 (2,7 % en moyenne annuelle contre 2,3 % avec les anciens chiffres) mais s'infléchit légèrement sur 1993 (2,2 % en moyenne annuelle contre 3,1 % avec les anciens chiffres) avant d'accélérer de nouveau sur 1994. Ce profil plus heurté n'est plus conforme à l'image d'une accélération régulière de l'activité depuis le creux du premier trimestre 1991. La phase initiale de reprise de l'activité apparaît désormais plus forte, mais cette évolution est corrigée dès le troisième trimestre de 1992 : dès lors, les nouveaux rythmes de croissance sont en moyenne inférieurs de 0,9 point de pourcentage aux anciens taux. La comparaison directe du cycle d'activité ¹ permet deux remarques (graphique a). D'une part, le pic du cycle précédent apparaît quelque peu retardé et moins nettement dessiné. D'autre part, on a la confirmation que l'économie américaine a connu, au cours du cycle actuel, un « atterrissage en douceur » plus précoce et marqué que ce qu'indiquaient les anciens chiffres.

— on retrouve, sur le cycle actuel, avec les nouveaux chiffres de comptabilité nationale, un schéma cyclique des gains de productivité plus classique (graphique b). Au moment où la croissance de l'activité est à son « maximum » (deuxième semestre 1994), la progression de l'emploi (dans le secteur privé non agricole) est aussi la plus forte alors que la durée hebdomadaire du travail a tendance à décélérer. Au premier comme au quatrième trimestre 1995, c'est la faiblesse de la croissance qui explique la contraction des gains de productivité alors que la quantité de travail continue de progresser (moins rapidement néanmoins).

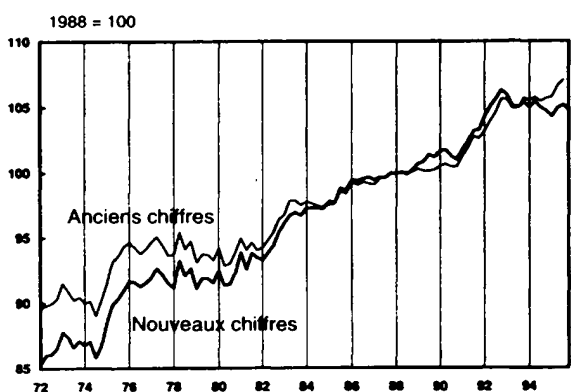
— la composante du PIB contribuant le plus à la révision des chiffres de croissance est la FBCF en biens d'équipement (graphique c). Le décrochage des deux courbes date de 1993, date à partir de laquelle les politiques de prix dans les secteurs de l'équipement informatique, des composants et des logiciels ont pris une orientation résolument baissière en raison d'une concurrence accrue. Cette forte baisse des prix a donné un second souffle à ces activités, directement en stimulant les achats et indirectement par une course aux innovations accélérant considérablement l'obsolescence des équipements et des logiciels. La progression moins forte de la FBCF est ainsi plus cohérente avec l'évolution du taux d'utilisation des capacités de production et laisse une marge de progression une fois l'ajustement à la baisse actuel dépassé (graphique d).

(1) Ce cycle d'activité a été estimé en utilisant le filtre d'Hodrick-Prescott (sans référence explicite, donc, à une estimation de croissance potentielle). Ce filtre, d'usage désormais courant, permet d'obtenir une estimation convenablement lissée de la tendance du PIB.



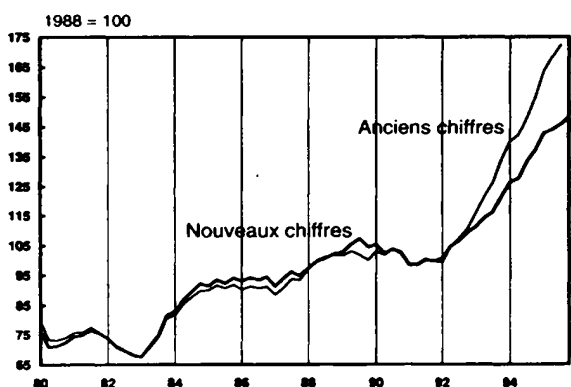
* calculé à partir du filtre de Hodrick-Prescott.

a. Cycle du PIB américain *
selon les anciens et les
nouveaux chiffres de comptabilité nationale



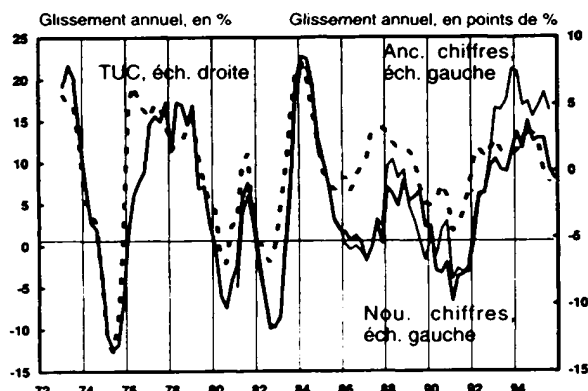
* calculée comme le rapport entre le PIB et la quantité de travail.

b. Productivité du travail dans le
secteur privé non agricole *
selon les anciens et les
nouveaux chiffres de comptabilité nationale



Source : Département du commerce.

c. FBCF en biens d'équipement
selon les anciens et les
nouveaux chiffres de comptabilité nationale



* Depuis 1980 seulement.

Sources : Département du commerce, estimations OFCE.

d. FBCF en biens d'équipement
selon les anciens * et les
nouveaux chiffres de comptabilité nationale et taux d'utilisation
des capacités dans le secteur
manufacturier

Les forces motrices de la croissance devraient rester l'investissement productif et les exportations alors que la consommation jouera le rôle de la « cerise sur le gâteau », accélérant la croissance en fonction de l'humeur des consommateurs. En 1996, ces trois composantes du PIB devraient accuser, en moyenne annuelle, un ralentissement de leur rythme de croissance mais ce ralentissement interviendrait à des moments différents, ce qui permettra de soutenir régulièrement la croissance. En 1997, l'accélération du rythme de croissance de la consommation sera effective mais limitée (2,1 % en moyenne annuelle, après 1,6 % en 1996) : le ralentissement acquis en 1996 pèsera encore sur 1997 ; les revenus ne réaccéléreront que lentement, après le ralentissement en cours et la moindre progression des revenus du patrimoine ; la baisse du taux d'épargne sera limitée par le désendettement des ménages (même si cet endettement reste aujourd'hui soutenable). L'investissement productif verra son rythme de croissance s'accélérer en 1997 pour répondre aux besoins de capacités, mais les exportations ralentiront, compte tenu d'une croissance moyenne du commerce mondial et du tassement des gains de parts de marché américaines. Les variations de stocks joueraient un rôle neutre dans ce scénario. L'inflation devrait s'accélérer en début d'année 1996 dans une optique de retour à une situation normale. Par la suite, elle devrait osciller, avec un certain délai, en fonction des fluctuations de l'activité, ce qui lui permettrait de rester sous la barre des 3 % en moyenne annuelle. Le Fed pourrait alors combiner trois types d'attitude : au début de 1996, un activisme plutôt « expansif » (afin de parer au risque de récession) ; jusqu'au milieu de 1997, un attentisme prudent puis, éventuellement sur la fin de 1997, un activisme à tonalité « restrictive », suivant l'intensité de la croissance. L'ensemble de ces facteurs conduirait à un taux de croissance du PIB, en moyenne annuelle, de 1,6 % en 1996 et de 2,0 % en 1997.

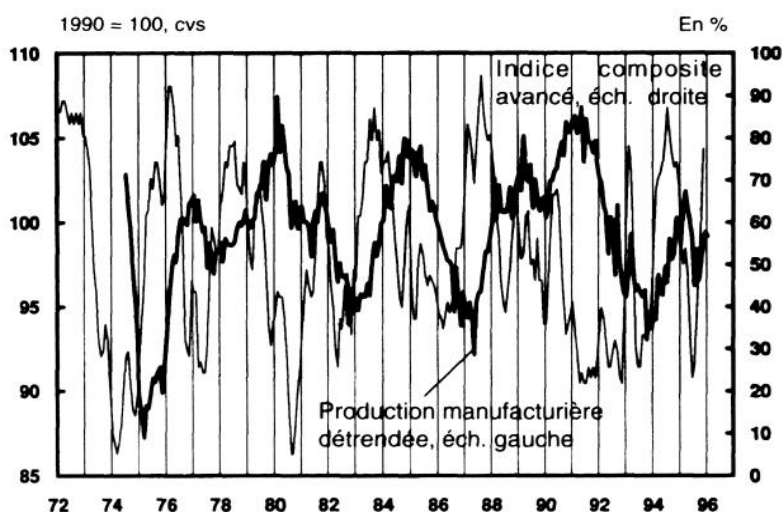
Japon : derrière le « go and stop »...

L'économie nippone a effectué deux faux départs depuis 1993. Ces velléités de redémarrage ont été prises à contre-pied par la violence des ajustements structurels. Chaque fois, l'économie nippone s'est découvert de nouvelles faiblesses qui ternissaient son horizon de moyen terme. La fin de la puissante phase de croissance de la seconde moitié des années quatre-vingt a d'abord mis en lumière la surévaluation des actifs, sanctionnée par l'explosion de la bulle financière et immobilière. Par la suite, les tentatives de relance publique ont été plus que neutralisées par l'ampleur du reflux de l'investissement, destiné à résorber les excès de capacité productives. Une fois cet ajustement achevé, la consommation s'est avérée incapable de relayer la demande publique. La dévalorisation des patrimoines, mêlée à l'inquiétude sur l'avenir, a stérilisé la dépense des ménages et fait avorter un cycle de consommation en même temps qu'elle plongeait le système financier dans une crise grave. Cette crise a probablement atteint son apogée au cœur de l'année 1995, lorsque se sont cumulés les signes de

déflation. Même si certains facteurs, qui ont provoqué la rechute de l'économie nippone, sont de caractère transitoire (attentats, tremblement de terre de Kobe, accélération de la hausse du yen), la vulnérabilité présente du Japon reste fondamentale. Dans une économie plus exposée que par le passé et moins compétitive, une appréciation des termes de l'échange ne joue plus comme auparavant le rôle de stimulant de la demande et de la productivité. Le Japon a perdu les degrés de liberté qui lui permettaient de retourner à son avantage le choc *a priori* négatif constitué par une telle appréciation.

En fin d'année 1995, le Japon se trouve dans une situation déjà vécue, où plusieurs indicateurs semblent augurer d'une sortie de récession. Ce scénario d'embellie est suffisamment inscrit dans les esprits pour qu'une remontée des taux courts soit considérée aujourd'hui comme fortement probable à brève échéance. Les signes précurseurs de reprise se multiplient au vu des enquêtes auprès des entreprises et des indicateurs avancés (dont l'EPA produit un indice synthétique, graphique 16). Le gouvernement, comme la Banque centrale, considère le retour de la croissance comme acquis. Mais ce ne serait pas la première fois que de telles projections seraient déjouées par les faits. La question est donc de déceler l'ornière qui pourrait mettre en échec un scénario de franche reprise. Pour l'heure, si la production industrielle est à nouveau orientée à la hausse, l'économie nippone n'en est encore qu'au stade de la récupération du terrain perdu lors de la rechute du printemps dernier. Elle n'a pas encore retrouvé le sentier de croissance pourtant modéré qui semblait se dessiner durant l'année 1994.

Le Japon est en fait à nouveau dans une situation où l'impulsion publique agit sur l'activité à court terme, mais où sa diffusion au secteur privé n'est pas encore assurée. Certaines composantes de la demande privée se redressent. Mais la consommation demeure anémiée, pénalisée, plus que par l'évolution du pouvoir d'achat, par une propension toujours forte des ménages japonais à épargner

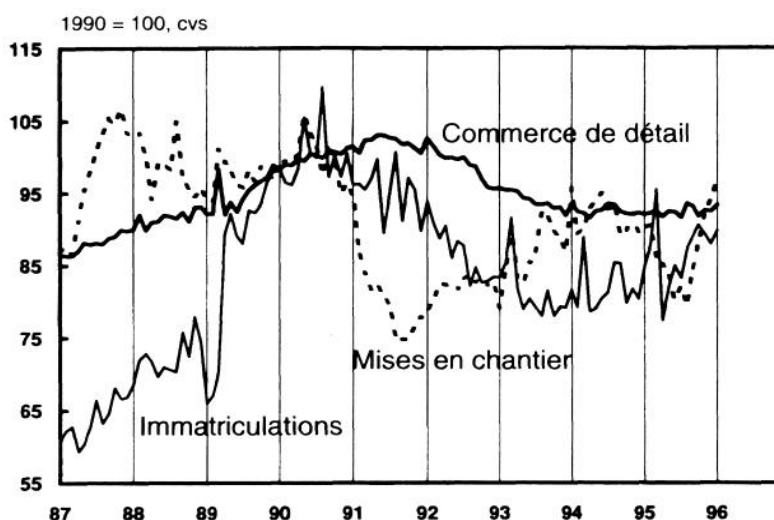


16. Indicateur composite avancé de l'EPA * et cycle de production manufacturière

* Economic Planning Agency. L'indicateur composite désigne le pourcentage des onze indicateurs avancés en hausse sur les trois derniers mois par rapport aux douze mois précédents.

Source : Banque du Japon.

17. Demande privée en volume au Japon

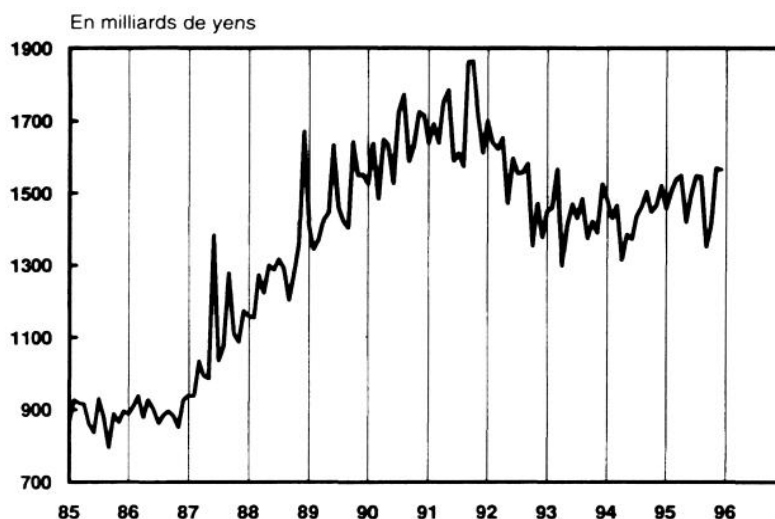


Source : Banque du Japon.

(graphique 17). Seul le secteur automobile bénéficie d'un regain de demande, probablement provoqué par un effet de renouvellement de parc et une politique de prix incitative de la part des constructeurs. La concurrence profite d'ailleurs en grande partie aux constructeurs étrangers qui bénéficient d'une part accrue du marché japonais. Cette dernière est passée de 5 % du marché intérieur en 1990 à plus de 10 % en 1995 (7,3 % si l'on exclut les véhicules japonais montés à l'étranger). Et en conséquence, la production nationale est encore en retrait en 1995 par rapport à son niveau de l'an dernier (- 2,4 %).

L'investissement en logement est pour l'heure l'élément de la demande privée qui récupère le plus vivement. Ce secteur bénéficie à la fois de la forte dépréciation des prix relatifs de l'habitat et des besoins suscités par la reconstruction et la mise aux normes des logements anciens après le séisme de Kobe. Le mouvement est de plus largement appuyé, pour la première fois, par un financement bancaire privé, stimulé par la volonté des banques de réaliser les marges qu'autorise l'écart important entre taux courts et taux longs.

Dans ce contexte, l'investissement privé, même s'il reprend un profil ascendant, est très en retrait des plans projetés en début d'année par les entreprises (graphique 18). Un franc redémarrage de l'investissement productif sous l'impulsion de la demande, par le jeu de l'accélérateur, est peu probable. Le sursaut de l'activité reste aussi pénalisé par un effort de résorption des stocks de produits finis toujours inachevé. Le terme de rebond paraît donc plus approprié que celui de reprise. Au-delà d'un horizon de quelques trimestres, le Japon n'est pas en situation de soutenir une croissance forte, c'est-à-dire supérieure à son rythme potentiel aujourd'hui voisin de 2,5 %. Deux éléments principaux viendront lester son économie : en premier lieu un ajustement de l'emploi et de la productivité ; en second lieu les marges de manœuvre restreintes de la politique budgétaire.



18. Commandes internes de biens d'équipement

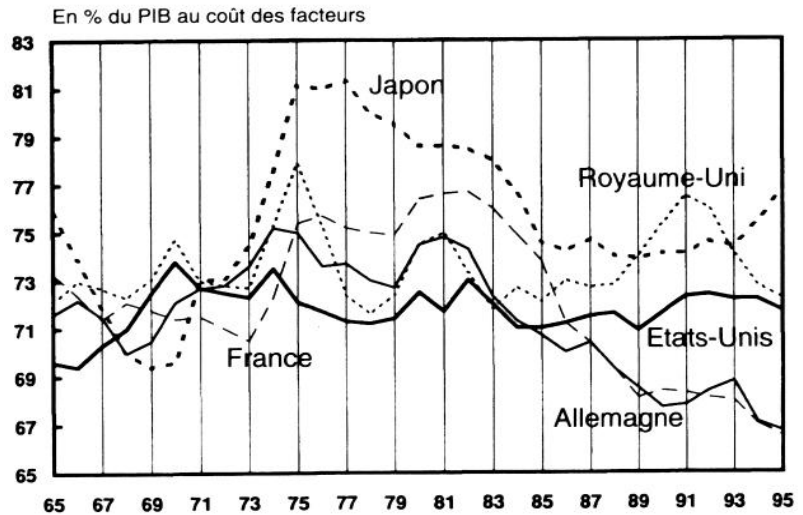
Source : Banque du Japon.

... la mise en cause d'un régime d'accumulation et la restriction des marges de politique économique

La hausse de la part des salaires dans la valeur ajoutée conforte d'abord l'idée d'une normalisation de l'économie nippone sur ses partenaires de l'OCDE (graphique 19). Ce mouvement coïncide avec le ralentissement de l'accumulation du capital. Durant la phase transitoire d'ajustement du capital, le partage des revenus s'est opéré en faveur du travail. Les salariés ont pu bénéficier d'augmentations salariales supérieures aux gains de productivité et s'attribuer le supplément de revenu dérivé de l'amélioration des termes de l'échange. Dans un premier temps, la baisse de la productivité globale consécutive à celle de l'accumulation a donc eu des effets modérés sur l'emploi et les salaires réels. Ceci explique qu'en dépit de la gravité de la récession l'équilibre social ait été sauvegardé jusqu'ici.

Ce processus a cependant touché ses limites. Si l'on considère que l'accumulation du capital, ayant atteint un nouveau rythme d'équilibre de moyen terme, ne devrait plus se ralentir, le partage du revenu risque de devenir plus conflictuel. Le ralentissement de l'effort d'accumulation a en effet permis jusqu'ici au Japon de concilier baisse des prix à la production et à l'exportation, augmentation des salaires et relative stabilité de l'emploi. Compte tenu du changement acquis du partage du revenu, la conciliation des multiples impératifs qui s'imposeront au système productif nippon devient plus difficile. Les gains procurés par la déformation favorable des prix relatifs entre consommations intermédiaires et production, grâce à la forte appréciation des termes de l'échange, vont s'atténuer. En revanche, la nécessité de rapprocher les prix intérieurs des prix internationaux continue à peser fortement dans un pays où le niveau moyen des prix est estimé supérieur de

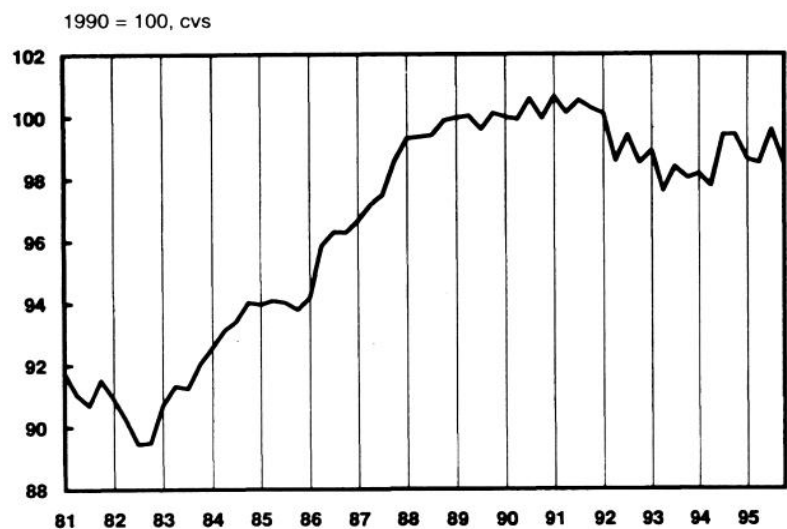
19. Part des rémunérations salariales dans le PIB, corrigée du taux de salarisation



Source : OCDE, Commission européenne.

moitié à la moyenne de l'OCDE. Pourtant, au vu des évolutions récentes, les producteurs japonais ont de plus en plus de mal à préserver leur compétitivité interne et externe par une baisse de leurs prix. Au-delà des irrégularités au trimestre le trimestre, les prix à la production tendent à évoluer de nouveau plus vite que les coûts (graphique 20), ce qui aggrave le handicap de compétitivité et ne permet d'attendre qu'un freinage progressif des pertes de parts de marché. L'ajustement passera désormais davantage par l'adaptation des coûts salariaux et donc de l'emploi.

20. Rapport des prix à la production sur les coûts unitaires totaux (consommation intermédiaire et coûts salariaux)



Source : Banque du Japon.

L'épisode récent de hausse du yen, entre 1990 et 1995, diffère ainsi de celui de la seconde moitié des années quatre-vingt par ses implications sur le mode de partage du revenu. La dérive prononcée des coûts relatifs à l'exportation entre 1985 et 1988 avait été en grande partie gommée au cours des deux années suivantes. Les gains liés à l'amélioration des termes de l'échange avaient alors principalement bénéficié à l'effort d'accumulation. Les progrès de productivité consécutifs à cet investissement avaient permis par la suite un recul marqué des coûts salariaux unitaires. Ce n'est pas le cas au début de la décennie 1990 où le ralentissement de l'intensité capitaliste a pesé sur l'efficacité du travail et aggravé la dérive des coûts salariaux unitaires. Le rétablissement de la compétitivité japonaise passe désormais par la priorité à la modération des marges et à la rationalisation de l'emploi. Il en résultera une priorité aux investissements de rationalisation, destinés à limiter le recours au travail et accroître son efficacité.

A cette mise en cause du régime d'accumulation, il faut ajouter le caractère restrictif de la politique publique à partir de 1997. Les ratios d'endettement public ont aujourd'hui atteint un seuil critique après six plans de relance, dont le dernier fut présenté en septembre dernier. La dégradation des comptes publics est considérable depuis 1993. Le déficit de l'ensemble des administrations publiques (y compris la Sécurité sociale dont l'excédent représente 3 % du PIB) devrait avoisiner 5,5 % du PIB pour l'année fiscale 1995 (4,5 % pour l'administration centrale et 4 % pour les collectivités locales), au lieu d'un excédent de 3 % en 1991. Cette dérive est, pour sa part conjoncturelle, surtout imputable aux moindres rentrées fiscales du gouvernement central, en retrait de 6 % par rapport au budget initial, consécutivement à la rechute de l'activité en 1995. Mais sa composante structurelle a été aggravée par l'adoption des deux collectifs de relance et de reconstruction en cours d'année. Si le gouvernement s'en tient à son calendrier annoncé, les abattements temporaires de l'impôt sur le revenu dont ont bénéficié les ménages entre 1994 et 1996 seront supprimés en 1997 et le taux d'imposition sur la consommation sera majoré de deux points. Au total, l'action discrétionnaire de l'Etat amputera d'un point et demi le pouvoir d'achat des ménages. Cependant, ces mesures devraient permettre au mieux de stabiliser le déficit, selon les projections à moyen terme du ministère des Finances, établies sur la base d'une croissance de 3 %. Pourtant, ce besoin durable de financement des administrations publiques ne devrait créer que des tensions limitées sur les taux longs, du fait de la maîtrise par l'Etat d'une importante offre de fonds à long terme *via* le *Trust Fund Bureau* qui gère l'épargne postale et celle des fonds de pension publics, et de l'intervention souple de la Banque centrale sur l'*open market*. Ceci suppose que la demande de financement privée demeure limitée mais confirme la réalité des contraintes sur l'investissement privé, aussi bien du côté des marges que des facilités de financement.

Au Royaume-Uni, la déformation du partage des revenus au détriment des salaires...

Après 4 % de croissance en 1994, le ralentissement amorcé au début de l'année dernière s'explique par une moindre contribution externe et l'ajustement à une demande interne moins vigoureuse que prévue. L'activité devrait revenir sur un sentier de croissance modérée à l'horizon de la prévision (après 2,6 % en 1995, 1,8 % en 1996, puis 2,7 % en 1997).

Trois ans après la reprise, la croissance de l'activité continue à se faire sans distribution de ses fruits en direction des salariés. La productivité du travail a crû de 1,8 % en 1995 pour une progression du salaire apparent par tête de 3 % en nominal et une stagnation en termes de pouvoir d'achat. La part des salaires dans la valeur ajoutée est revenue sur sa tendance et pourrait bien passer en-dessous de celle-ci au cours des deux années à venir. La décélération des salaires, continue depuis trois ans alors que le taux de chômage recule, s'explique par les mutations profondes qui affectent le marché du travail depuis la décennie passée et dont les effets s'expriment pleinement dans la phase d'expansion cyclique. La flexibilisation accrue du travail passe par une précarisation croissante des nouveaux emplois, notamment par le recours accéléré au temps partiel et aux contrats à durée déterminée. A l'été 1995, 23,8 % des emplois sont à temps partiel et 7,7 % sont temporaires. Trois ans plus tôt, 22,6 % et 5,4 % de la force de travail occupée répondaient à ces statuts. Aussi, les 517 000 emplois créés sur la période l'ont été sur ces bases précarisées. Si la situation a pu s'améliorer sur la dernière année (200 000 nouveaux emplois ont été créés sur des bases fermes et à plein temps), la détérioration conjoncturelle suspend le mouvement au fil des trimestres. Au troisième trimestre 1995, l'emploi salarié a progressé moins vite qu'auparavant et le nombre d'entreprises individuelles, qui s'était contracté sur le premier semestre, ne s'est que faiblement redressé. Le taux de chômage n'apparaît plus comme un indicateur fiable des tensions sur le marché du travail. Aujourd'hui inférieur à 8 % malgré un niveau d'activité très en-deçà du potentiel non inflationniste, sa faiblesse masque, du côté des ménages, une offre de travail non satisfaite probablement bien plus élevée qu'il n'y paraît. Conjointement, la poursuite de la baisse du taux d'activité laisse présumer un découragement croissant d'une partie de la main-d'œuvre ainsi que l'élévation du taux de scolarisation chez les jeunes.

La tendance sous-jacente des hausses salariales nominales a décliné au premier semestre 1995 dans tous les secteurs d'activité, pour se situer à 3,25 % en novembre, sur un an. La rémunération réelle du travail stagne, voire baisse, comme aux deuxième et troisième trimestres de 1995. En fait, depuis deux ans, les seuls revenus qui procurent un supplément de pouvoir d'achat aux ménages proviennent des entreprises individuelles et des placements financiers. Dans ces conditions, la consommation des ménages dépend largement de la marge de baisse encore envisageable du taux d'épargne. Déjà, on aurait pu s'attendre à une remontée de ce taux, suscitée dans un

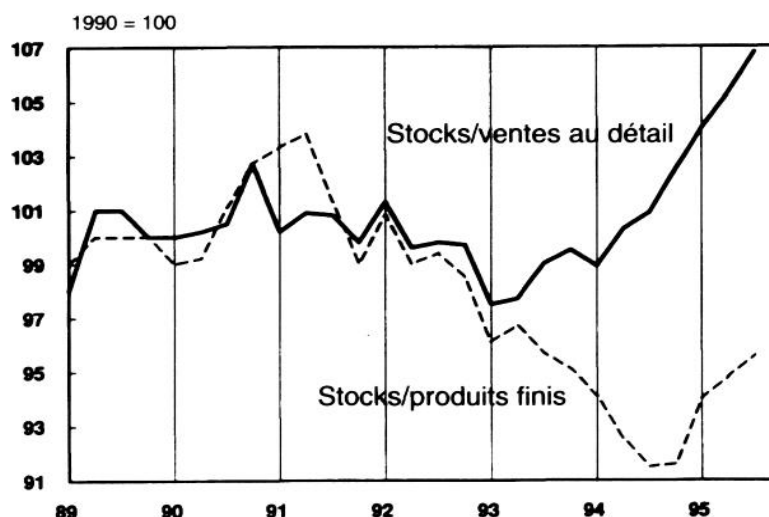
premier temps par l'investissement immobilier, puis, au deuxième semestre 1995, par la reconstitution d'une épargne de précaution. Ce second facteur devrait continuer de freiner en 1996 et 1997 la baisse du taux d'épargne. De même, l'entrée en Bourse de certaines grandes mutuelles d'épargne-logement devrait inciter les ménages à puiser dans leur épargne pour financer l'achat des titres. Cependant, ces facteurs resteraient d'un impact secondaire comparativement à la décreue du chômage (malgré sa signification ambiguë) et à la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée. Le maintien d'une orientation baissière du taux d'épargne permettrait ainsi à la consommation des ménages de rester sur une pente de croissance douce en 1996-1997.

... améliore plus la rentabilité que la compétitivité

La modération des coûts relatifs unitaires à l'exportation, associée à la dépréciation de la livre, notamment au début de 1995, ne s'est pas accompagnée d'une réduction des prix relatifs à l'exportation. Certes, le renchérissement du prix des consommations intermédiaires importées est venu nuancer la maîtrise des coûts salariaux. Les coûts unitaires de production se sont fortement accélérés du deuxième trimestre 1994 au premier de 1995, pour ralentir sensiblement ensuite. Les exportateurs britanniques ont adopté en 1995 des comportements de marge répercutant largement ces hausses de coûts et épuisant les opportunités offertes par la dépréciation monétaire. Ce comportement de marge dégrade la compétitivité à l'exportation. Après une croissance supérieure à 10 % en 1994, la progression de la demande étrangère en produits manufacturés s'est maintenue à 9,5 % en 1995, avec une forte décélération en cours d'année. Sur les mêmes années, la croissance des exportations britanniques est passée de 11,4 % à 4,5 %, affichant même un recul de 1,6 % au deuxième semestre 1995 par rapport au précédent. Un ralentissement de la demande mondiale adressée à l'économie britannique (progressant à 5 % et 7 % respectivement en 1996 et 1997 après les performances à « deux chiffres » de 1994-1995) et de nouvelles pertes de parts de marché sont à prévoir. Simultanément, une reprise de la demande de biens importés, en phase avec le rythme d'activité, est attendue au milieu de 1996, si bien que la contribution nette du commerce extérieur à la croissance deviendra négative.

Après trois trimestres de ralentissement et de baisse de leurs perspectives de production à court terme, les entreprises sont obligées de revoir à la baisse ou de différer leurs dépenses d'investissement. Le ralentissement conjoncturel s'accompagne depuis le deuxième trimestre 1995 d'un surcroît de marges de production inemployées, et aussi bien les producteurs que les distributeurs se retrouvent face à des stocks d'invendus qu'il faudra écouler, avant de retrouver un sentier de production en phase avec la demande (graphique 21). De fait, l'ajustement des stocks commence au quatrième trimestre, notamment chez les détaillants : la contribution des variations de stocks est négative de 0,4 point ce trimestre-là. Les niveaux sont jugés encore excessifs,

21. Stocks chez les commerçants et dans les entreprises manufacturières



Source : CSO.

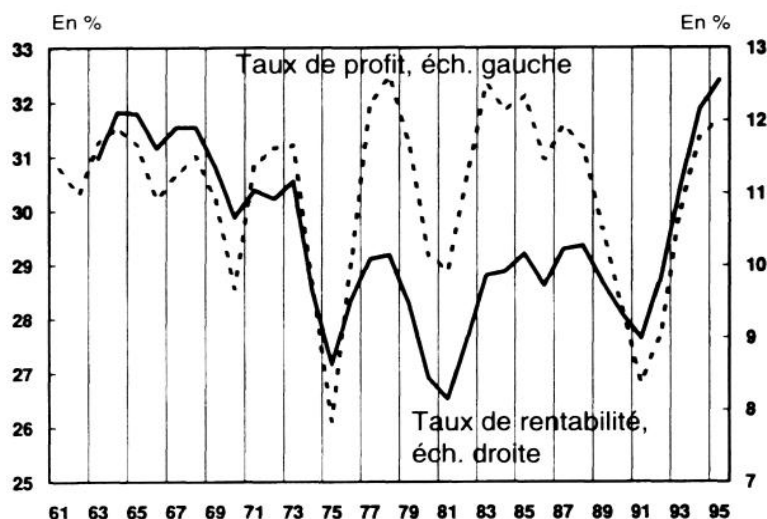
surtout chez les producteurs. Aussi, le déstockage, déjà commencé au quatrième trimestre 1995, devrait se poursuivre jusqu'au milieu de 1996. Ensuite, les stocks pourraient réaugmenter avec l'activité et avoir une contribution légèrement positive en 1997.

Si l'ajustement de l'investissement ne met pas un terme au cycle engagé en 1994 ⁷, il devrait rester peu dynamique, d'autant que la phase de croissance engagée depuis 1992 s'accompagne d'une baisse du coefficient de capital. De fait, le taux de rentabilité économique n'a jamais été aussi favorable et le montant des dividendes versés aussi élevé (graphiques 22 et 23). Cette performance apparente a une signification ambiguë : elle exprime aussi un vieillissement des équipements, l'investissement n'étant pas assez important pour empêcher une baisse du stock net de capital. Il est donc difficile de déduire de l'amélioration de la profitabilité l'idée d'une incitation plus forte à investir, puisque cette amélioration passe pour partie par la gestion prudente du stock de capital.

... et, de pair avec la consolidation budgétaire, met l'expansion sur un faux plat

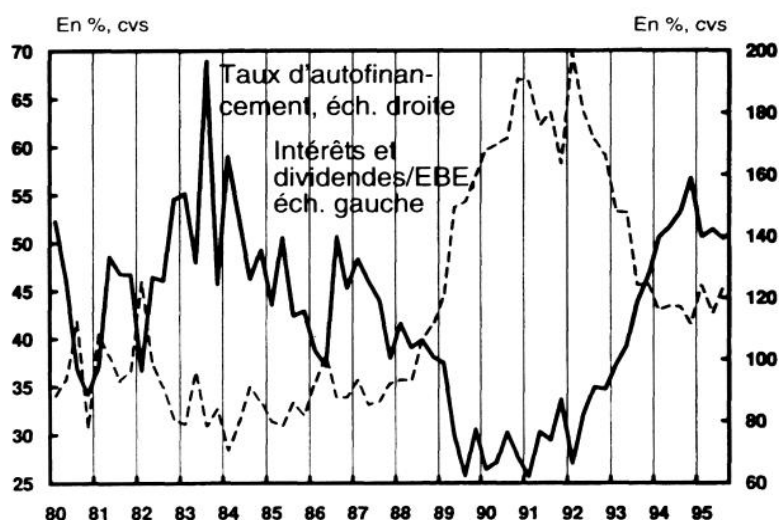
Jusqu'à présent, l'existence de capacités de financement importantes du côté des agents privés, et notamment des entreprises, a permis de financer le déficit public sans tensions sur les taux d'intérêt à long terme et sans recourir à l'épargne externe. Cette situation pourrait se maintenir en 1996, plus difficilement l'année suivante.

⁷ Malgré la chute brutale de l'investissement manufacturier au dernier trimestre 1994, après deux trimestres de forte hausse. Mais l'ampleur de cette chute incite à considérer cette information statistique avec prudence.



22. Rentabilité des entreprises britanniques

Source : OCDE.



23. Situation financière des entreprises industrielles et commerciales

Source : CSO.

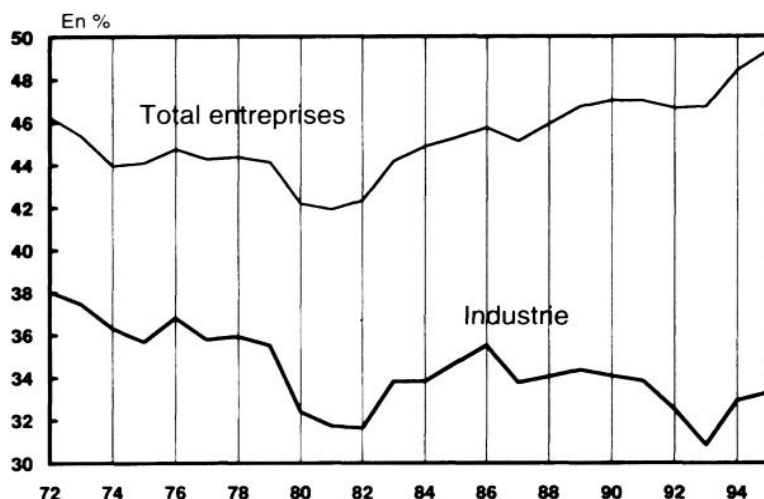
De 7,8 % du PIB en 1993, le déficit financier du secteur public passe à 5 % en 1995 et devrait, selon les projections du Trésor britannique, être résorbé à l'horizon 1999-2000. En 1995, le redressement a nettement moins profité de l'effet conjoncturel : en proportion du PIB, cet effet a contribué à hauteur de 0,8 point, en 1994, et 0,5 point, en 1995, aux baisses respectives du déficit de 1 point et 2,1 points. Corrigé de la composante cyclique, l'ajustement budgétaire se durcit en 1995, à la fois par des coupes dans les dépenses de l'Etat mais surtout par le relèvement des prélèvements fiscaux. L'option retenue pour 1996 et 1997 se modifie, même si le Budget présenté en novembre dernier conserve les mêmes objectifs d'équilibre. En effet, les mesures prises récemment vont permettre un

relâchement de la pression fiscale pesant sur les ménages de 3,1 milliards de livres tandis que les dépenses, notamment en capital, se réduiront d'autant. L'allègement fiscal (dont la baisse d'un point du taux de base à 24 %, le relèvement du plafond de la tranche d'imposition de 20 % au-delà de la simple indexation sur les prix à la consommation, la baisse des taux d'imposition sur les revenus de l'épargne et les droits de succession) devrait donner un surcroît de revenu aux ménages de 0,6 point de RDB en 1996 et 0,8 point en 1997, par rapport à ce qui était initialement prévu. Il n'en demeure pas moins que le cumul des mesures votées au fil des différents budgets devrait encore accroître la ponction fiscale, comme en 1995. Mais l'effet ne devrait pas être plus récessif qu'il ne l'était l'année dernière. Par contre, l'impact négatif de la baisse des dépenses publiques sur le PIB devrait être doublé par rapport à 1995. Derrière un Budget 1996-1997 apparemment neutre, se profile donc une politique discrétionnaire encore très restrictive, mais moins supportée directement par les ménages.

Allemagne : à la recherche de la vertu perdue

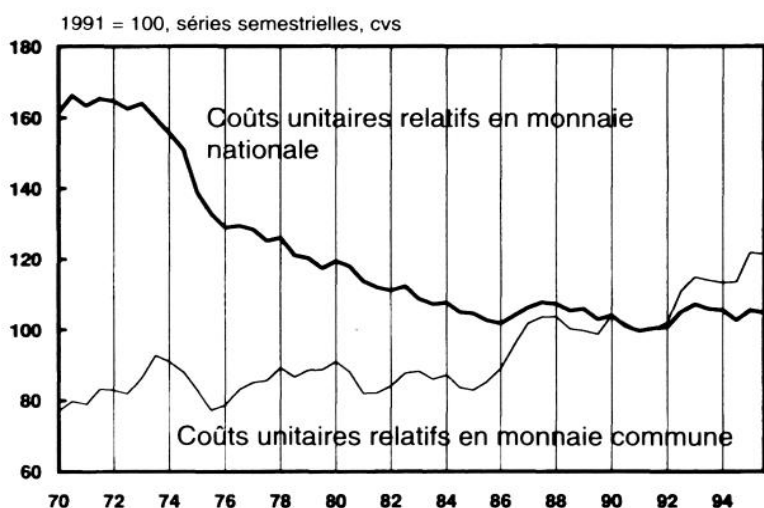
Encore sous le coup des enchaînements dépressifs enclenchés à la mi-1995, l'économie allemande aborde 1996 sans euphorie, le niveau de l'activité devant selon toute vraisemblance reculer en début d'année pour le second trimestre consécutif. Si l'impulsion salutaire actuellement apportée par les allègements fiscaux à la consommation des ménages et la normalisation des taux de change laissent présager une réactivation de l'activité vers la mi-1996, ces facteurs ne doivent pour autant pas masquer les contraintes de fond qui continuent à peser sur l'économie germanique.

L'Allemagne voit se profiler une dichotomie croissante entre l'industrie et le reste de l'économie, comme le révèle, depuis une dizaine d'années, l'évolution différenciée des taux de marge en défaveur de l'industrie (graphique 24). La modération de la reconstitution des marges en 1995, modération plus marquée dans l'industrie qu'ailleurs, s'inscrit dans une logique d'évolution de long terme qui exprime les difficultés croissantes de l'industrie exportatrice allemande à gérer sur un mode vertueux l'appréciation du Deutsche Mark. Conforme en 1989-1990 aux souhaits de la Bundesbank, ensuite plutôt subie comme un effet de la réunification, cette appréciation a exacerbé les contraintes de marge imposées à des exportateurs soucieux de leur compétitivité, de sorte que l'on peut se demander si l'Allemagne a encore aujourd'hui les moyens de sa monnaie. Le graphique 25 rapporte l'indice des coûts unitaires allemands (en monnaie nationale) à une moyenne pondérée des indices homologues des concurrents de l'Allemagne. La réduction des coûts relatifs allemands s'est avérée, à partir de 1986, de plus en plus difficile dans le contexte de désinflation compétitive généralisée qui a progressivement prévalu. Elle est de plus régulièrement contrecarrée par l'appréciation du Deutsche Mark, qui entraîne une détérioration de la position concurrentielle de l'industrie manufacturière allemande (appréciée par l'indice des coûts unitaires relatifs mesurés



Sources : Statistisches Bundesamt, estimations OFCE.

24. Indicateurs de partage de la valeur ajoutée en Allemagne de l'Ouest (complément à 100 % de la part des rémunérations totales des salariés dans la valeur ajoutée brute)



* Chacun des indicateurs rapporte l'indice des coûts unitaires allemands à une moyenne pondérée des indices homologues des concurrents de l'Allemagne (avant ou après conversion en monnaie courante).

Sources : OCDE, calculs OFCE.

25. Indicateurs de compétitivité dans le secteur manufacturier ouest-allemand *

en monnaie commune). L'effort de contraction des marges à l'exportation (évalué au travers du rapport des prix relatifs à l'exportation aux coûts unitaires relatifs) s'est avéré en 1995 d'une ampleur modérée, en comparaison de l'ajustement de 1992. Cette défense des marges à l'exportation, au détriment de la compétitivité-prix, révèle le besoin de rentabilité des entreprises allemandes dans un contexte qui fragilise leur situation financière. L'accélération du rythme des faillites au cours du premier semestre 1995 dans les Länder de l'ouest est aussi un symptôme de cette fragilité.

La normalisation des taux de change est en cours mais reste incomplète : s'il ne subsistait plus en janvier 1996, par rapport à décembre 1994, qu'une appréciation effective du Deutsche Mark de 1,8 % vis-à-vis des monnaies européennes, elle était encore de 3,5 %

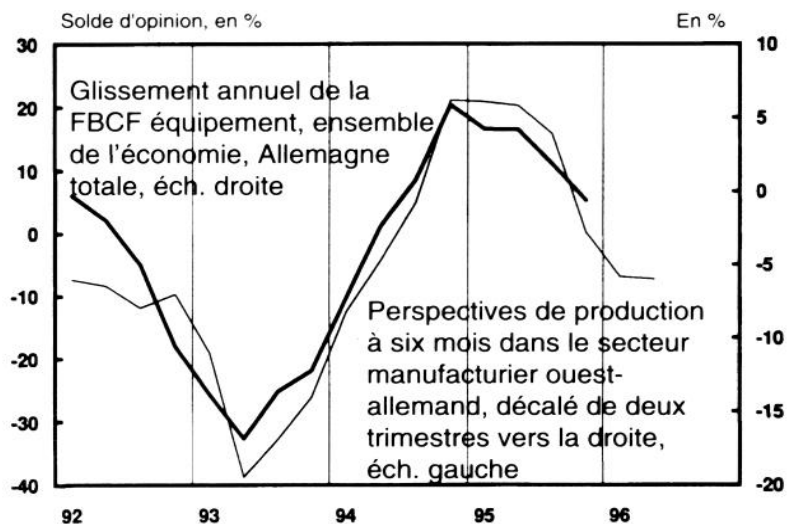
vis-à-vis de l'ensemble des devises, contre un maximum de 4,3 % en mars 1995⁸. La pression imposée à l'Allemagne par le niveau de sa monnaie n'est que partiellement desserrée, d'autant que la prudence des politiques économiques chez les partenaires européens contraint la croissance des débouchés extérieurs. L'emploi reste en conséquence la variable d'ajustement que privilégient les entreprises allemandes. Les évolutions peu favorables de l'emploi et des salaires constituent, avec l'orientation globalement restrictive de la politique budgétaire (à l'exception des exonérations fiscales de 1996), les principales contraintes sur le rythme de l'activité au cours des prochains mois.

Si l'impact des mauvaises conditions météorologiques sur l'activité du bâtiment n'est pas étranger à l'aggravation des statistiques du chômage de janvier et février 1996, il ne fait probablement qu'accentuer les évolutions sous-jacentes sur le marché de l'emploi, déterminées par les objectifs de préservation des conditions de profit. L'accélération récente du recul de l'emploi n'en reflète pas moins également la faiblesse de l'activité. L'évolution des commandes adressées à l'industrie, coïncidente avec l'activité manufacturière, fournit une indication sur les tendances récentes à l'œuvre, et celles-ci ne sont guère positives. Le recul des commandes s'est accentué au cours du quatrième trimestre 1995. Il témoigne de la faiblesse de la demande en biens d'équipement, tandis que la baisse observée pour les commandes en biens de consommation cache un léger redressement sur la toute fin d'année. Confrontées à l'affaiblissement de leurs perspectives de débouchés externes, les entreprises allemandes ont réagi en corrigeant à la baisse leur demande de biens d'équipement, malgré la progression modeste de la consommation des ménages. L'ajustement retardé du niveau des stocks, de pair avec une activité particulièrement déprimée dans le bâtiment en fin d'année 1995, explique une bonne part du recul du PIB (- 0,4 %) au cours du quatrième trimestre de cette année.

L'absence de composantes vraiment dynamiques de la demande devrait se refléter dans l'activité du premier trimestre 1996 et les premières informations disponibles abondent en ce sens. La détérioration des soldes d'opinion relatifs à la production actuelle dans le secteur manufacturier est nette en janvier et le repli de l'indice du climat général dans l'industrie, publié par l'IFO et bon indicateur avancé du PIB, va dans le même sens. Le recul de l'activité au premier trimestre 1996, selon toute vraisemblance accentué par l'incidence négative des conditions météorologiques sur le bâtiment⁹, n'augure pas cependant d'une détérioration cumulative de l'activité. C'est plutôt l'achèvement d'un ajustement. L'évolution des perspectives de production à six mois dans le secteur manufacturier corrobore ce point de vue, notamment

8. Taux de change calculés et publiés par la Bundesbank, les pondérations reprenant la structure du commerce extérieur allemand.

9. Au delà des facteurs météorologiques qui ont affecté fin 1995 et début 1996 l'activité dans le bâtiment, l'évolution sous-jacente de ce secteur dans les prochains mois sera aussi déterminée par l'anticipation du terme, d'ici la fin 1996, de certains avantages fiscaux à l'Est et par le retour à des évolutions plus favorables dans le secteur résidentiel à l'Ouest, ce qui devrait limiter l'ampleur des ajustements à la baisse attendus.



26. Perspectives de production à six mois et investissement en Allemagne

Sources : Bundesbank, IFO.

en raison de sa corrélation avec celle de l'investissement en équipement (graphique 26). Alors qu'elles n'avaient cessé de se détériorer depuis le début de l'année 1995, elles se sont stabilisées depuis le mois d'août dernier.

Les exonérations fiscales entrées en vigueur au début de 1996 viennent à la rescousse d'une consommation des ménages handicapée par l'évolution défavorable des revenus salariaux : les revalorisations salariales négociées depuis l'automne 1994 se sont heurtées à la réalité du marché du travail. L'issue des négociations sur le Pacte pour l'emploi bute précisément sur les perspectives de stabilisation de l'emploi, les dissensions actuelles portant en fait sur le calendrier de mise en œuvre des propositions. Les dirigeants patronaux ne paraissent en effet aucunement prêts à accepter que leurs propres engagements sur l'emploi précèdent d'un an ceux des syndicats sur les rémunérations. Il est dans ces conditions fort probable que le marché de l'emploi fasse encore les frais des objectifs de rentabilité des entreprises, sans que le niveau des salaires en soit pour autant épargné, tant paraît aujourd'hui forte la pression à la baisse. L'accentuation des pressions devrait logiquement déboucher sur des accords intégrant des concessions salariales dès cette année, quitte à ce que les ajustements en termes d'emploi soient en retour un peu plus modérés sur la seconde moitié de l'année. Il semble en tout cas irréaliste d'envisager que l'emploi salarié se stabilise dès 1996. Les objectifs de limitation des coûts unitaires devraient également contraindre son évolution en 1997.

Une conclusion rapide du pacte pour l'emploi aurait pourtant eu pour avantage de clarifier l'horizon des ménages. Le tassement des intentions d'épargne sur les derniers mois de l'année 1995 incite cependant à répercuter pour partie sur la consommation les récents allègements fiscaux. Positive, l'évolution de la consommation des ménages n'en devrait pas moins rester modérée, d'autant que les

ménages auront à subir la politique gouvernementale d'économie de transferts sociaux en 1997. On a fait l'hypothèse que s'y surajouterait une ponction supplémentaire, via un relèvement de la fiscalité indirecte (cf encadré 2).

L'interruption du cycle d'investissement début 1995 devrait faire prochainement place à un renouveau des dépenses en biens d'équipement. La contraction des débouchés semble avoir joué un rôle essentiel dans l'interruption du cycle d'investissement. Mais certaines études ¹⁰ mettent aussi en avant le tassement des profits, sans qu'il soit aisé de dissocier ce facteur de l'évolution des débouchés. Si ceux-ci ont ralenti au cours du second semestre 1995, ils n'en ont pas moins laissé le taux d'utilisation des capacités à un niveau relativement élevé, notamment parce que la reprise de l'investissement opérée depuis 1994 ne s'est pas traduite par une reconstitution des capacités. La stabilisation des perspectives de débouchés et des conditions de profit, telle qu'elle ressort des enquêtes et de l'examen de la configuration macroéconomique, devrait ainsi se traduire par une amélioration prochaine, dès la mi-1996, de l'incitation à investir. Le mouvement resterait cependant limité : le retour à de meilleures évolutions des débouchés ne doit pas masquer leur médiocrité, tant pour la demande intérieure que la demande extérieure. Redressant sa compétitivité, l'Allemagne parviendrait à maintenir ses parts de marché au cours des prochains trimestres. Sa croissance la situerait néanmoins plutôt en queue du peloton européen en 1996 et 1997 (avec une progression du PIB respectivement de 0,9 % et 2,3 %).

2. La politique budgétaire en Allemagne

Difficile, la mise en application des résolutions prises en janvier 1996 par les partenaires économiques en vue de la conclusion d'un Pacte pour l'emploi et la compétitivité est néanmoins en route, comme en témoignent les accords conclus fin mars 1996 dans les secteurs du textile et de la sidérurgie. Sur le plan budgétaire, les trois volets du programme gouvernemental synthétisent l'esprit d'une politique budgétaire « symétrique », selon lequel réduction de fiscalité et mesures d'économie vont de pair. Le consensus germanique actuel sur la réduction des coûts unitaires se reflète dans les propositions de réforme de la fiscalité des entreprises (suppression de la taxe professionnelle non assise sur les bénéfices et de l'impôt sur le patrimoine, abaissement de la taxe professionnelle sur les bénéfices d'exploitation). Applicables à partir du début 1997, ces mesures ont un contenu conjoncturel plutôt restreint sur l'horizon de la présente prévision. Il en va de même de l'impact de la réduction du taux de la surtaxe de solidarité de 7,5 à 5,5 %, prévu pour la mi-1997. Le second volet porte sur la réforme du financement de la protection sociale et prévoit d'abaisser d'ici l'an 2 000 le taux de prélèvements sociaux en dessous de 40 % (alors qu'il est passé de 35,2 % en

10. Réalisées notamment par le DIW.

1991 à 41 % en 1996). Le troisième volet porte sur la réforme du marché du travail et est critiqué pour ses implications en terme de précarisation : extension des contrats à durée déterminée à 24 mois, durcissement des conditions d'allocation chômage, réduction plafonnée dans le temps des obligations légales des entreprises vis-à-vis des chômeurs de longue durée (les économies en jeu sont de l'ordre de 20 à 25 mrds de DM). Le financement des mesures est cependant loin d'être assuré. En 1996, l'impact des exonérations fiscales prévues de longue date sur le revenu disponible des ménages se double d'une révision à la baisse des recettes conjoncturelles. S'il semblait encore envisageable, à la mi-mars, que le gouvernement ait recours à une augmentation de la TVA dès 1996, le renforcement des libéraux (FDP) aux élections régionales en a fortement réduit la probabilité. Pour 1997, les premières estimations de déficit se montent à 4 % du PIB et il semble pour l'heure difficile que le gouvernement puisse faire l'impasse d'un relèvement de la TVA, quasiment recommandé par Bruxelles, d'autant qu'il atténuerait le conflit qui ne manquera pas d'opposer le Bund aux Länder à propos du financement de la réduction de la surtaxe de solidarité.

Principales mesures fiscales affectant le revenu disponible des ménages allemands en 1996 et 1997

1996	Impact
<p>Fiscalité directe :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Exonération du minimum vital de l'impôt sur le revenu au 1.1.1996 (y compris augmentation de l'allocation parentale (Kindergeld) et augmentation du montant exonéré par enfant (Kinderfreibetrag). <p>Cotisations sociales :</p> <ul style="list-style-type: none"> • relèvement du taux de cotisation retraite (18,6 à 19,2 % au 1.1.1996) ; du taux de cotisation pour le financement de l'assurance dépendance (1 à 1,7 % au 1.7.1996), du taux de cotisation maladie (13,1 à 13,6 % dans le courant de l'année). <p>Fiscalité indirecte :</p> <ul style="list-style-type: none"> • suppression du Kohlepfennig. <p>Total</p>	<p>sur les recettes publiques - 21 à - 23 mrds DM</p> <p>sur les recettes publiques + 9,5 mrds DM</p> <p>de - 0,25 point sur le glissement des prix à la consommation</p> <p>Allègement de 0,6 à 0,7 point de RDB</p>
1997	Impact
<p>Fiscalité directe :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Réduction du taux de la surtaxe de solidarité de 7,5 à 5,5 % au 1.7. 1996 <p>Cotisations sociales (hypothèse OFCE) :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Statu quo : équilibrage par des baisses compensatrices en cas de relèvement du taux de cotisations retraites <p>Fiscalité indirecte (hypothèse OFCE) :</p> <ul style="list-style-type: none"> relèvement de 1 point du taux de TVA, au 1.1.1996 <p>Total</p>	<p>sur les recettes publiques - 3,5 mrds DM</p> <p>0,50 point sur le glissement des prix à la consommation</p> <p>Ponction de 0,1 point de RDB</p>

France : Une croissance sous conditions

Après le repli du quatrième trimestre 1995, quelques bonnes nouvelles sont apparues au début de 1996, en particulier du côté de la consommation des ménages. Est-ce un signe de redressement ou un rattrapage passager ? Le regain de consommation traduit en partie une compensation des replis contraints de décembre dernier. Rien du côté des revenus ne permet encore d'envisager la poursuite d'une croissance soutenue des dépenses. Les anticipations des entreprises restent dégradées ; la production récente est restée orientée à la baisse dans l'industrie. Certes le climat général a commencé de se redresser, mais de façon très modérée et en correction d'un excès de pessimisme antérieur ; la production a continué de se dégrader dans les biens intermédiaires, secteur précurseur de l'activité. Les carnets de commande sont encore dégarnis ; ils ont même continué de se réduire dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement professionnels, activités très dépendantes des débouchés extérieurs. Et surtout, les stocks sont jugés excessifs ; l'ajustement des stocks à la demande est donc encore à venir. C'est ce qui fait envisager une simple stabilisation au second trimestre, après le rebond du premier. La logique de la prévision est très dépendante du profil des stocks. C'est d'ailleurs une caractéristique des années récentes : depuis 1993, la contribution des stocks à la croissance ou à la récession est importante, montrant ainsi leur rôle dans le cycle conjoncturel. Un ample déstockage se produirait au premier semestre. Son ralentissement permettrait une nette croissance au second semestre (1,8 % en glissement après 0,4 %). En moyenne annuelle, cependant, la contribution des stocks resterait très négative en 1996. A l'inverse, elle serait franchement positive en 1997. Le profil de la prévision est donc très influencé par celui des stocks.

La demande intérieure finale resterait modérée : + 1,5 % en 1996, un peu moins de 2 % en 1997. Les composantes publiques de la demande (consommation et investissement des administrations) sont orientées à la baisse. La consommation des ménages pâtirait cette année de la faiblesse du revenu ; elle se redresserait à la charnière de 1996 et 1997, grâce à un regain de la masse salariale. C'est la condition pour que la reprise de l'investissement s'amplifie. Les entreprises ont déjà, en 1995, reporté nombre de leurs projets ; leur réalisation suppose un retour d'anticipations favorables sur la demande finale.

La reprise des exportations serait progressive, mais supérieure à celle des importations en 1996. Dans le cycle actuel, la France, qui avait dépassé la moyenne européenne dans la reprise de 1994, a décliné plus fortement dans le repli de 1995 et du début de 1996.

Les incertitudes sont de deux ordres :

- en premier lieu, elles concernent la nature de l'ajustement du marché du travail. A l'automne dernier, la dégradation des perspectives d'activité ne s'était pas, dans un premier temps, traduite par une dégradation des intentions d'embauche. Ceci avait pu faire espérer que les revenus distribués ne s'amenuisent pas. Mais les entreprises ont finalement vivement réagi au retournement des anticipations d'activité. Les effectifs ont stagné et le chômage est reparti à la hausse. Si elles ne vont pas en deçà de cette stagnation des effectifs, et si les embauches redémarrent progressivement avec le rebond d'activité, alors le regain de la masse salariale fondera celui du revenu disponible et de la consommation. Mais cela signifie que la productivité reste faible. Si en revanche le contenu en emplois de la croissance ne s'améliore pas, en d'autres termes si les entreprises traduisent l'incertitude générale par le développement de l'intérim, des emplois courts et du chômage partiel, alors l'ajustement prendra le pas sur le redémarrage.

- en second lieu, les incertitudes de politique économique demeurent. En matière monétaire, on a supposé que les taux d'intérêt courts continueraient de baisser jusqu'à la fin 1996 et se stabiliseraient ensuite à 3,5 %. La baisse des taux longs serait faible. L'écart de taux avec l'Allemagne se réduirait dans les deux cas.

La détente est favorable à la croissance ; mais elle intervient tardivement dans le cycle. Si bien que la baisse récente des taux reflète le ralentissement économique davantage qu'une volonté explicite de relancer l'activité. Cette baisse des taux est néanmoins une condition permissive de la croissance. L'interrogation demeure cependant du risque de tensions monétaires dans le SME à l'horizon 1997. Toute tension, même momentanée, aurait des conséquences néfastes en accentuant l'incertitude des entreprises.

Sur le plan budgétaire, on a supposé qu'il n'y aurait pas de restriction supplémentaire du point de vue des prélèvements. Celle déjà à l'œuvre en 1996 compense largement la détente monétaire ; la surveillance des dépenses, voire leur gel, ne permettrait pas que se réalise l'objectif officiel de réduction du déficit public à 4 puis 3 % en 1996 et 1997. D'autant qu'en l'absence de mesures nouvelles les dépenses sociales progresseraient davantage que prévu.

Une restriction plus accentuée viendrait, bien sûr, contrecarrer les perspectives de croissance, comme ce fut le cas à la fin de 1995.

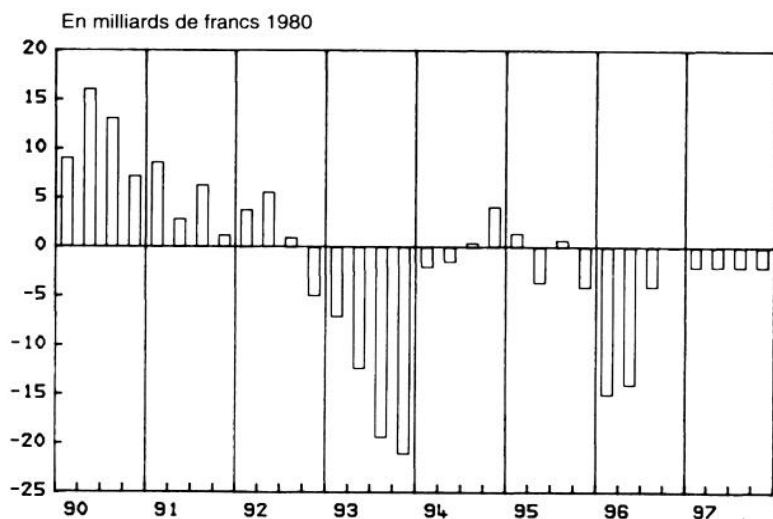
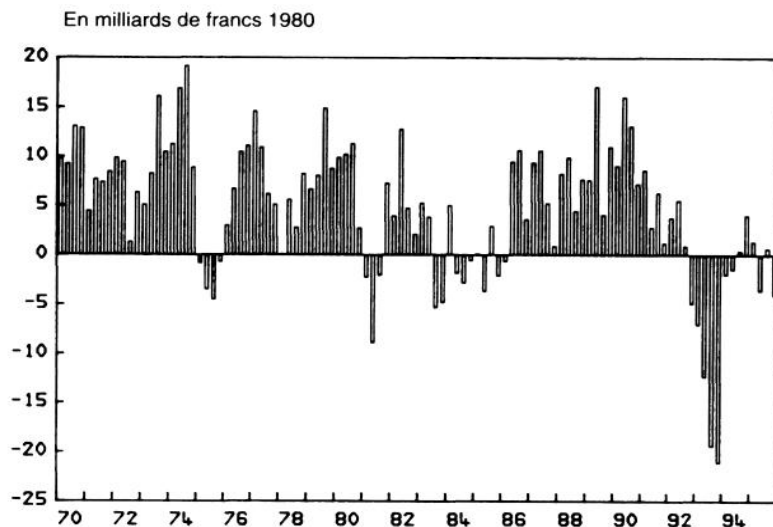
Ces deux incertitudes conditionnent la consolidation de la reprise en 1997, après qu'elle aura été portée, à la fin de 1996, par l'arrêt du déstockage. Il faut ainsi prévoir que la détente monétaire se poursuive, que la restriction budgétaire ne s'accroisse que modérément, que la reprise de l'emploi survienne, qu'enfin le contexte mondial permette une accélération de la demande extérieure, pour envisager une croissance économique de 1 % cette année et 2,5 % l'an prochain. C'est une croissance sous conditions.

Laissant l'économie très en retrait de son potentiel, elle porterait une très faible hausse des prix, une consolidation de l'excédent extérieur et une légère baisse du chômage en 1997, après sa remontée en 1996.

Les stocks moduleront la croissance

Depuis 1993, les fluctuations des stocks ont de nouveau pris une grande ampleur. Un déstockage massif est intervenu en 1993 quand le décalage offre / demande est devenu manifeste et que le niveau des taux d'intérêt était élevé. Il a contribué pour 1,5 point au repli de l'activité, du même pourcentage. Le seul arrêt de ce déstockage a soutenu la croissance de 1994, de 2,9 %, en y contribuant pour 1,7 %. L'année 1995 fut, de ce point de vue, une année de transition, c'est-à-dire d'hésitation, le ralentissement d'activité conduisant à un stockage involontaire, puis à un déstockage en fin d'année quand le niveau fut jugé excessif. Le déséquilibre n'a pourtant pas été résorbé, d'autant que le recul de la consommation fut inattendu en fin d'année. C'est pourquoi le déstockage devrait être ample au début de 1996 (graphique 27). Il serait toutefois inférieur à celui de 1993, le repli de la demande finale étant moindre et la situation des taux d'intérêt et des prix des

27. Evolution des stocks de biens et services



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

matières premières très différente. En 1997, le ralentissement du déstockage serait progressif, comme en 1994. Finalement, au total des deux années la contribution des stocks à la croissance serait nulle.

La consommation resterait soutenue...

L'année 1996 est marquée pour les ménages par un fort alourdissement de la pression fiscale et sociale qui ne serait pas totalement compensé par la progression des prestations sociales (tableau 1). Dès lors, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages ralentirait de 2,6 % en 1995 à 1,1 % en 1996. En 1997, en revanche, le renforcement de l'activité économique permettrait une progression plus vive des revenus d'activité, ainsi que de ceux de la propriété et de l'entreprise, et le revenu réel croîtrait de 2,4 %. Ces évolutions n'affecteraient pas la consommation des ménages dans les mêmes proportions, si bien que le taux d'épargne diminuerait de 13,5 % en 1995 à 13,1 % en 1996 pour se stabiliser à ce niveau en 1997. Ces fluctuations de l'épargne affecteraient essentiellement l'épargne financière, tandis que la part de l'épargne en logement dans le revenu serait presque stable durant la période considérée (graphique 28).

1. Croissance du revenu réel des ménages

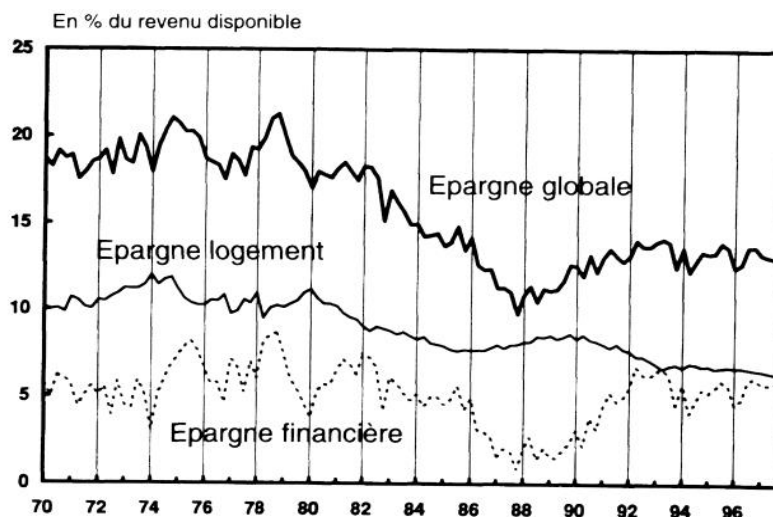
En %

	1995	1996	1997
Excédent brut d'exploitation	3,2	1,4	2,9
Salaires nets*	2,0	0,6	1,9
dont :			
Salaires bruts*	2,2	0,7	1,9
Cotisations	3,1	1,0	1,9
Prestations sociales	1,6	3,1	2,3
Revenus de la propriété et de l'entreprise (nets)	10,9	-5,6	2,0
Impôts sur le revenu et le patrimoine	1,9	2,9	1,5
Somme des prélèvements sociaux et fiscaux	2,2	2,2	2,0
Revenu disponible réel*	2,6	1,1	2,4
Prix à la consommation (moyenne)	1,8	1,6	1,2
Prix hors tabac (moyenne)	1,7	1,5	1,1

* 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.

28. Taux d'épargne des ménages



* 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.

... malgré le fort alourdissement des prélèvements sociaux et fiscaux en 1996

L'augmentation de la pression fiscale en 1996 et 1997 provient essentiellement du Plan Juppé. Elle intervient surtout au cours du premier trimestre 1996 : instauration de la contribution au remboursement de la dette sociale (25 milliards en année pleine, versée à partir de février), progression des cotisations maladie prélevées sur les prestations chômage et les retraites (+ 7,1 milliards en 1996).

En 1997, l'alourdissement des prélèvements obligatoires proviendrait d'une seconde progression du taux de cotisation sur les prestations chômage et les retraites (+ 7,8 milliards par rapport à 1996). Nous n'avons pas retenu l'hypothèse de prélèvements supplémentaires sur le revenu des ménages en dépit de déficits publics ne respectant pas les critères de Maastricht. Par ailleurs, les modifications éventuelles de la fiscalité, telles que la diminution des cotisations des salariés en contrepartie de l'instauration d'un impôt de type CSG élargie, resteraient limitées. Elles se feraient à recettes publiques constantes et ne modifieraient donc pas le revenu disponible global des ménages. Une réforme plus profonde de la fiscalité (comme la refonte de l'impôt sur le revenu) dans un contexte de stabilité des recettes impliquerait l'augmentation des impôts de certains contribuables aux bénéfices des autres. Aussi, pour éviter cet inconvénient, cette réforme attendrait la possibilité d'un allègement du total des prélèvements, si bien qu'elle ne pourrait pas se concrétiser à l'horizon de cette prévision.

Les prestations sociales, élément de soutien du revenu des ménages en 1996

Le développement plus rapide des prestations sociales en 1996 proviendrait de la conjonction de trois facteurs (tableau 2). Premièrement, la dégradation du marché de l'emploi conduirait à distribuer davantage de prestations chômage en 1996 alors que leur nombre avait diminué en 1995. Cette évolution expliquerait près de la moitié (0,7 point) de l'accélération de 1,5 point de la croissance des prestations totales. Deuxièmement, les prestations santé de l'année 1996 enregistreraient l'effet en année pleine de l'augmentation des honoraires intervenue en 1995 (mars et octobre), qui s'est traduite par une vive accélération des dépenses au second semestre 1995. Troisièmement, les départs en préretraite à 50 ans expliqueraient 0,2 point de l'accélération globale des prestations sociales.

2. Evolution des prestations sociales réelles par risque

En %

Risque couvert	1994		1995		1996		1997	
	Glissement	Moyenne	Glissement	Moyenne	Glissement	Moyenne	Glissement	Moyenne
Santé	2,9	0,6	3,1	2,4	2,7	4,1	3,1	3,0
Vieillesse	3,0	2,7	2,2	1,7	2,9	2,9	3,9	3,8
Famille	3,1	3,0	2,2	2,1	1,2	1,2	0,4	- 0,1
Emploi	- 5,6	- 2,7	- 2,8	- 5,7	1,7	1,9	- 0,2	0,4
Total	2,0	1,3	1,8	1,6	3,4	3,1	2,2	2,3

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

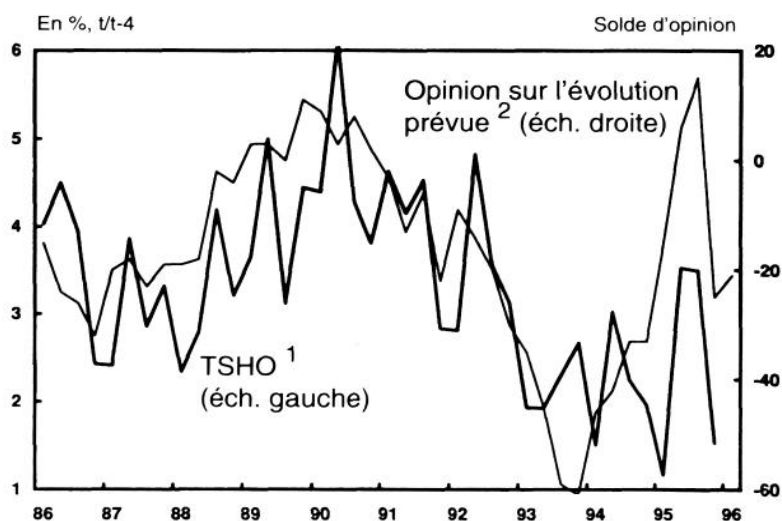
Pour 1997, le tableau est plus contrasté : les prestations chômage et famille ralentiraient tandis que les prestations vieillesse progresseraient. Le redressement du marché du travail permettrait une décélération des prestations chômage déflatées des prix. Les prestations familiales réelles seront réduites en 1997 du fait à la fois de l'absence de revalorisation des prestations et de la suppression de l'allocation jeune enfant. Ces deux mesures, qui prennent effet dès 1996, n'auront de conséquences sensibles que sur la moyenne annuelle de 1997. Nous avons fait l'hypothèse que dans le contexte d'une réduction déjà importante des prestations famille, le triplement de l'allocation rentrée scolaire serait maintenu en 1996 et 1997. Par ailleurs, la mise en place de l'allocation dépendance (dont nous avons supposé qu'elle atteindrait 10 milliards de francs sur l'ensemble de l'année, soit 0,2 % du RDB) amènerait une progression de 2,3 % en moyenne du pouvoir d'achat des prestations sociales contre 1,8 % en son absence.

Les revenus d'activité accéléreraient en 1997

Le ralentissement de l'activité du dernier trimestre 1995 et du premier semestre 1996 pèserait sur la progression de l'excédent brut d'exploitation dégagé par les entrepreneurs individuels. De même, l'évolution de la masse salariale dépendrait essentiellement de celle de l'emploi et de ce fait, du niveau d'activité. Elle n'accélérerait qu'en 1997, les effectifs comptabilisés en équivalent-temps plein diminuant au cours du premier semestre 1996 et restant stables au cours du second. Les rémunérations individuelles progresseraient en 1996 de façon moins heurtée et moins forte qu'en 1995, pour accélérer légèrement en 1997. Les évolutions observées en 1995 montrent en effet la résistance des entreprises face aux revendications salariales.

Les difficultés rencontrées lors des négociations intrabranches ont entravé l'effet d'entraînement de la hausse du SMIC sur les autres salaires. Parmi les 70 branches (sur un total de 129) dont un minimum s'est retrouvé au-dessous du SMIC au 1er juillet 1995, seules 47 sont parvenues à un nouvel accord, dont 7 ont conservé un minimum non conforme à la législation. L'échelle des salaires s'est ainsi trouvée tronquée par le relèvement du SMIC. Alors que les chefs d'entreprises, après l'annonce du coup de pouce sur le SMIC et celle de l'augmentation de la TVA, envisageaient une progression importante des rémunérations des salariés dans l'enquête trimestrielle de l'industrie (5 à 6 % en glissement), ils prévoient maintenant des hausses plus modestes (graphique 29). De la mi-95 à la fin 1996, on aurait donc une croissance de 2,7 % du taux de salaire horaire des ouvriers (soit un rythme trimestriel moyen de 0,4 %) contre une croissance de 2,1 % des prix à la consommation (soit un rythme trimestriel moyen de 0,3 %). Par la suite, le pouvoir d'achat des salaires individuels accélérerait légèrement en 1997, grâce à la décélération des prix de détail.

29. Salaire horaire dans l'industrie



1. Taux de salaire horaire des ouvriers dans l'industrie hors bâtiment.
2. Différence entre le pourcentage des industriels prévoyant d'accroître les salaires et le pourcentage de ceux prévoyant de les diminuer.

Sources : INSEE, ministère du Travail.

La consommation ralentirait après un rattrapage au premier trimestre 1996

L'évolution de la consommation au cours de l'année 1995 aura été fortement perturbée par l'arrêt de la prime « Balladur » à la fin juin et les mouvements de grève du mois de décembre. Le premier événement a entraîné une forte augmentation des immatriculations d'automobiles au deuxième trimestre 1995, augmentation qui n'a que peu affecté la consommation des autres produits. La chute des immatriculations qui a suivi a induit une baisse de la consommation globale au troisième trimestre 1995. Le dernier trimestre a compté deux mois (octobre et décembre) au cours desquels les ventes de produits manufacturés ont été faibles. Le rattrapage au cours du premier trimestre est mis en évidence par la consommation des produits manufacturés en janvier et février. Cet effet serait moindre pour les services, dont la consommation se reporte difficilement dans le temps et reviendrait simplement à sa tendance.

Au total, la consommation progresserait vivement au cours du premier trimestre (+ 1,7 % en moyenne trimestrielle), alors même que les prélèvements obligatoires (qui ne sont effectifs, en ce qui concerne la RDS, qu'à la fin du mois de février) ralentissent le revenu disponible brut. Le revenu disponible brut ralentirait aussi du fait d'une baisse des versements d'intérêt, due en particulier à la baisse du taux des Livrets A, Livrets d'épargne populaire et Codevi au mois de mars. Cette composante du revenu étant faiblement consommée, sa baisse favoriserait la baisse du taux d'épargne.

Ainsi, l'inertie de la consommation aux changements de niveau des revenus et la diminution de la part dans le revenu des intérêts versés entraînerait une forte baisse du taux d'épargne des ménages au cours du premier semestre 1996. Celui-ci passerait de 13,6 % à 12,5 %. Le retour de la consommation vers un niveau plus compatible avec celui du revenu disponible brut sous-jacent, conjugué à une accélération de ce dernier, ramènerait le taux d'épargne au second semestre 1996, à son point de départ.

En 1997, la baisse du taux d'épargne serait encouragée par deux facteurs. Premièrement, le retour à des créations nettes d'emploi dans l'économie redresserait la confiance des ménages. Deuxièmement, la mise en place de l'allocation dépendance favoriserait la consommation. En effet, celle-ci, dont nous avons fait l'hypothèse qu'elle représenterait une aide supplémentaire de 0,2 point de revenu, sera entièrement consacrée à la consommation de services. Ainsi, le taux d'épargne baisserait-il lentement au cours de 1997, pour atteindre 13,1 %.

Les évolutions décrites plus haut sont issues d'un scénario relativement optimiste, compte tenu des hypothèses formulées. L'évolution du revenu disponible dépend fortement du contenu en emploi de la croissance et de la progression des salaires pour 1996 et 1997. Elle est aussi soumise pour 1997 aux décisions concernant les prélèvements obligatoires, dont nous avons supposé qu'ils ne seraient pas supérieurs

à ceux déjà connus. De plus, la baisse du taux d'épargne résulterait d'un retour de la confiance.

Peu d'amélioration sur le marché du logement

L'amélioration du climat de confiance des ménages aurait peu d'impact sur l'investissement en logement. En 1996, celui-ci resterait stable en volume malgré les mesures prises en sa faveur. L'arrivée à terme de certaines d'entre elles entraînerait une stagnation de l'investissement en logement au cours de 1997. Le taux d'épargne en logement serait peu affecté : il passerait de 6,7 % au premier trimestre 1996 à 6,3 % au dernier trimestre 1997.

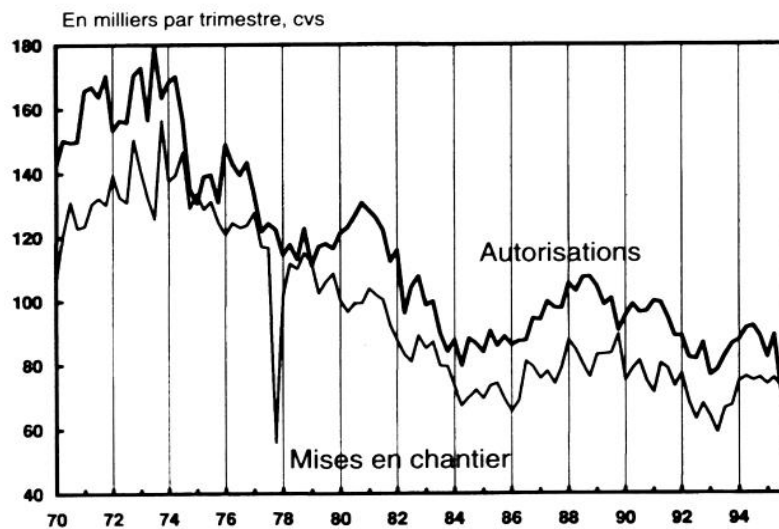
Les perturbations du mois de décembre rendent difficile l'appréciation de la situation du marché du logement au dernier trimestre 1995. Cependant, les promoteurs immobiliers restent moroses, comme le montre l'enquête réalisée auprès d'eux en janvier par l'INSEE. Les stocks sont encore jugés importants et leur timide diminution aux troisième et quatrième trimestres a été accompagnée d'une baisse des prix. Ce mouvement conjoint de dévalorisation des immeubles et de réduction des stocks devrait se poursuivre.

En 1996, l'investissement en logement ne diminuerait pas grâce à la baisse des prix, à celle des taux d'intérêt offerts par les banques dans un contexte de concurrence accrue et aux mesures prises à la fin 1995 et au début de 1996. Celles-ci se composent d'un accès facilité aux prêts à taux zéro pour l'ancien, d'exonérations d'impôts sur les plus-values d'OPCVM en cas d'investissement dans le logement (achat, construction ou gros travaux), d'un assouplissement des conditions des Plans d'épargne logement et enfin d'un amortissement plus favorable des immeubles locatifs. La dernière de ces mesures aurait l'impact le plus important sur le marché du neuf, notamment parce que son horizon, contrairement aux autres, n'est pas limité à la fin 1996.

Cependant, le marasme du marché de l'ancien serait durable et aurait un effet d'entraînement sur le prix des logements neufs. La baisse des droits de mutation de juillet 95 à décembre 96 n'a eu qu'un faible impact sur la fluidité du marché de l'ancien. Par ailleurs, les marchands de biens se sont vus offrir un ballon d'oxygène ponctuel. L'exonération des droits de mutation a été prolongée jusqu'en 1998 (le délai expirait à la fin 1996). Celle-ci sera suivie par l'amoindrissement progressif de cet avantage. Cette mesure devrait ainsi inciter les marchands de biens, sous la pression de leurs créanciers, à écouler leurs stocks, au risque de réduire le prix demandé. Les autres acteurs (assurances et banques) essaieraient aussi de se défaire de leurs propriétés pour abaisser leurs coûts de portage. Cette baisse de la valeur de l'ancien favoriserait celle du neuf, qui serait de plus encouragée par la diminution du prix des terrains.

Par ailleurs, l'activité de vente de logement correspondrait pour l'essentiel à un déstockage des immeubles existants ou en cours de construction. La faiblesse des mises en chantier et des demandes de permis de construire (graphique 30) laisse présager une normalisation du marché de l'immobilier par une réduction progressive de l'arrivée de nouveaux bâtiments sur le marché. Ce processus de normalisation serait peu avancé à l'horizon de cette prévision compte tenu de l'ampleur des stocks existants.

30. Construction de logements



Source : ministère du Logement.

La baisse de l'épargne financière proviendrait des placements et des crédits

Du fait de la stabilité du taux de l'épargne en logement, les fluctuations du taux d'épargne sont entièrement reflétées par celles du taux d'épargne financière. La baisse de ce dernier en 1996 proviendrait à la fois d'un ralentissement des placements et d'une progression plus dynamique des crédits.

L'inertie naturelle de la consommation par rapport au ralentissement du revenu entraînerait un ralentissement de l'encours des placements des ménages. L'impact des mesures de relance de la consommation annoncées au premier trimestre 1996 se révélerait essentiellement dans une réallocation de l'épargne vers des actifs plus rémunérateurs. Ainsi, la baisse du taux du livret A et l'impact de l'imposition sur les plus-values des OPCVM de taux (monétaires et obligataires) au premier franc seraient-ils amortis par un transfert vers le livret-jeune, le livret d'épargne populaire, l'épargne-logement et l'assurance-vie. Cependant, la baisse des taux observée sur les marchés et la diminution du rendement des produits d'assurance-vie entraîneraient au total un recul des revenus de la propriété et de l'entreprise reçus par les ménages. En 1997, le retour à une croissance plus dynamique du revenu disponible permettrait des flux de placement plus importants.

L'endettement des ménages se compose des crédits à l'habitat (63 % de l'encours total), de ceux destinés aux entrepreneurs individuels (23 %) et enfin des crédits de trésorerie aux particuliers (16 %) ¹¹. Ces trois grands postes obéissent à des logiques économiques différentes : l'évolution du crédit à l'habitat est subordonnée à la situation du marché du logement, les crédits accordés aux entrepreneurs individuels dépendent de l'activité des artisans, mais aussi de leur solvabilité à court terme. Ce trait les rapproche des crédits de trésorerie aux ménages. Aussi, ces trois types de crédit ont-ils connu des fluctuations propres à chacun d'eux.

L'encours des crédits à l'habitat s'accélère à nouveau

Depuis 1975, on peut distinguer cinq phases dans l'évolution du crédit à l'habitat.

De 1975 à 1980, la part de l'investissement en logement dans le revenu des ménages et le taux apparent des investissements financés par des crédits nouveaux ont oscillé de façon cyclique autour d'un niveau stable de respectivement 9,5 % et 55 %.

De 1981 à 1985, la création de l'impôt sur les grandes fortunes, la loi Quilliot et la réduction progressive des aides de l'Etat pour l'acquisition de logements ont entraîné une diminution de la part du revenu des ménages destinée à la FBCF jusqu'à 7,7 %, bien que celle-ci ait été amortie par une baisse du taux d'apport personnel.

De 1986 à 1989, la reprise du marché de l'immobilier se perçoit par une progression de l'investissement en logement. Cette période est marquée de la mi-87 à la mi-88 par une élévation très forte et ponctuelle de la part des nouveaux crédits dans la FBCF des ménages (passage de 75 à 85 % puis retour à 75 % en une année). La libéralisation des conditions de crédit a certainement contribué à cette poussée du recours à l'endettement pour l'habitat.

De 1990 à 1992, la crise du marché immobilier s'est traduite par la baisse de la part de l'investissement en logement dans le RDB des ménages : celle-ci s'est stabilisée depuis à 6,8 %. Cette baisse s'est doublée d'un moindre recours à l'emprunt en ce qui concerne les dépenses d'habitation : le poids des nouveaux crédits s'est trouvé réduit de près de 10 points dans la FBCF des ménages, pour revenir à un niveau de 63 %. La prise de conscience de la persistance de taux d'intérêt réels élevés et la volonté de réduire leur endettement ont accru encore l'effet de la crise du marché immobilier sur les crédits à l'habitat.

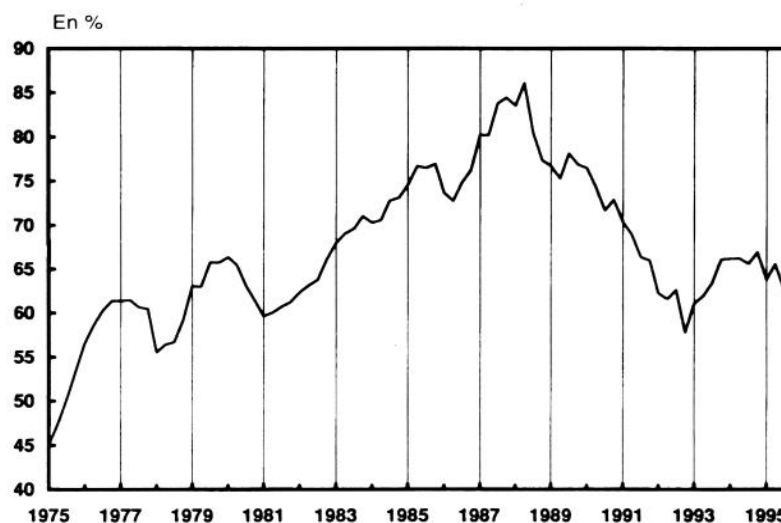
11. Une partie des crédits à l'habitat provient d'opérations des entrepreneurs individuels, ce qui crée une double comptabilisation dans la répartition proposée.

Depuis 1992, la situation s'est stabilisée : le poids des nouveaux crédits dans l'investissement en logement des ménages s'est maintenu à 65 % (graphique 31), la part de la FBCF des ménages dans leur RDB avoisine les 6,8 %. Nous avons fait l'hypothèse d'une stabilité du taux d'autofinancement du logement ¹². Dans ce contexte, l'encours des crédits à l'habitat s'accélérait du fait de la faiblesse des remboursements de capital et contribuerait à la baisse du taux d'épargne financière en 1996. Cependant, l'accélération de l'encours au début de la période n'endiguerait pas la chute du taux d'endettement dû à l'habitat ¹³, la croissance de l'encours restant en deçà de celle du revenu.

L'impact des crédits à l'habitat dans le compte des ménages est visible dans leurs patrimoines mais aussi *via* les versements d'intérêts. Ceux-ci dépendent essentiellement de l'encours des crédits, le taux apparent des crédits (rapport des intérêts versés sur l'encours total des prêts) étant resté relativement inerte autour de 10 %. Cela tient à deux phénomènes. D'une part, la durée d'emprunt étant longue (15 ans en moyenne ¹⁴), l'impact des fluctuations de taux qui affectent les nouveaux crédits est très faible sur la masse des intérêts. D'autre part, les crédits à l'habitat sont réglementés dans une proportion importante.

Ainsi, les fluctuations des taux de marché ont eu un impact faible sur les intérêts versés au titre des crédits à l'habitat. Cet impact pourrait cependant prendre de l'importance avec la diminution de la part des crédits réglementés et la progression, encore lente, des crédits à taux variable.

31. Part de l'investissement logement financé par des crédits à l'habitat



Sources : Banque de France, INSEE, calculs OFCE.

12. Mesuré comme le complément à 100 de la part des nouveaux crédits à l'habitat dans l'investissement en logement des ménages. Entre deux dates, l'encours des crédits est accru par les nouveaux crédits et diminué par les remboursements de capital.

13. Encours des crédits à l'habitat exprimé en pourcentage du revenu disponible brut.

14. Selon l'enquête « Actifs financiers » réalisée par l'INSEE en 1992.

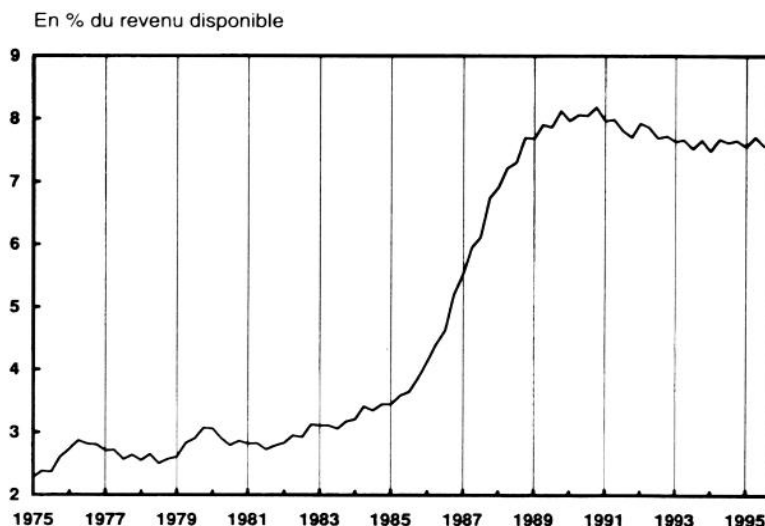
Les crédits aux entrepreneurs individuels semblent avoir aussi subi l'effet de la déréglementation du crédit : de 1982 à 1988, leur encours est passé de 11 % du RDB à 15 %. Depuis 1989, cette part ne cesse de se contracter, alors même que la part des investissements des entrepreneurs individuels dans le revenu disponible des ménages s'est stabilisée.

L'encours des crédits de trésorerie est stabilisé

Le principal élément d'explication de l'évolution des crédits de trésorerie est venu du désencadrement du crédit. Celui-ci a ôté deux contraintes qui pesaient sur ces crédits : leur durée et leur montant ¹⁵. En effet, la part des crédits à court terme (durée inférieure à 2 ans) s'est fortement réduite à partir de 1986, en passant de 50 à 32 %. Cette évolution a permis d'alléger les mensualités de remboursement versées pour l'emprunt d'un même montant. Par ailleurs, la désintermédiation du financement des entreprises a dégagé pour les banques des liquidités qu'elles ont prêtées aux ménages. Ainsi, le taux d'endettement dû aux crédits de trésorerie (rapport de l'encours au revenu disponible brut) avait-il augmenté de près de 5 points entre 1985 et 1989, pour atteindre 8 % (graphique 32) ?

De 1989 à 1992, les institutions de crédit ont remédié à certains excès qui ont suivi la libéralisation et le taux d'endettement dû aux crédits de trésorerie est revenu à 6,6 %. Les emprunts accordés sont limités par les revenus anticipés des ménages, dont l'augmentation de l'endettement bute sur leur contrainte financière.

32. Encours des crédits de trésorerie aux particuliers



Sources : Banque de France, INSEE.

15. Pour plus de détails, voir : « D'un équilibre à l'autre, les crédits de trésorerie », la Lettre de l'OFCE n° 146.

Cependant, l'encours de ces crédits connaît des fluctuations cycliques. En 1994, ceux-ci ont vu, à partir du deuxième trimestre, une accélération qui a été plus nette pour les prêts non bancaires. La date de cet événement, tout comme les chiffres fournis par l'Association des sociétés financières (dont les adhérents représentent plus de 50 % de l'encours des crédits de trésorerie), suggère une influence de la prime Balladur (tableau 3). L'effet d'anticipation qui a pu accompagner une telle mesure ne semble pas avoir modifié la durée des crédits octroyés : le partage entre crédits à court terme d'une part et à moyen-long terme (durée supérieure à 1 an) d'autre part, n'a pas connu d'inflexion sensible. En 1995, l'encours des crédits de trésorerie est resté stable par rapport au revenu disponible brut des ménages, alors même que ce dernier croissait assez rapidement. Au cours du premier trimestre 1996, les ménages continueraient de recourir aux prêts afin de maintenir le niveau de leur consommation. L'effet net des mesures d'exonération fiscale sur les intérêts des prêts à la consommation serait essentiellement dû à la baisse du taux des crédits de trésorerie qui a suivi l'annonce de cette mesure.

La forte progression de l'encours des crédits de trésorerie a entraîné une baisse passagère du taux d'épargne. Depuis, cet encours oscille autour d'un niveau moyen et son évolution n'a qu'un impact cyclique sur le taux d'épargne, impact qui resterait faible à l'horizon de la prévision.

En revanche, la progression de l'encours a amené une augmentation structurelle des intérêts à verser. Celle-ci est d'autant plus stable que l'allongement de la durée des prêts a accru l'inertie des intérêts par rapport aux taux de marché.

3. Evolution des nouveaux crédits de trésorerie

En %

	1994	1995
Particuliers, dont :	12	6
– Financements affectés :	14	– 5
dont financement de véhicules neufs	24	– 13
– Crédits renouvelables	11	16
– Prêts personnels	28	17

Source : Association française des sociétés financières.

Les entreprises françaises et leurs consœurs européennes : des comportements similaires...

Depuis 1993, les entreprises françaises ont éliminé leur besoin de financement. Cette situation, sans précédent depuis la fin de la seconde guerre mondiale, paraît atypique. Mais elle l'est moins si l'on rapproche leur comportement de celui de leurs homologues européennes.

Considérées dans leur ensemble, les sociétés françaises ont d'abord préservé leurs résultats d'exploitation lors du ralentissement puis de la récession au début des années quatre-vingt-dix : l'ajustement des effectifs et la modération salariale ont globalement permis le maintien du taux de marge autour de 32,5 %, après le mouvement de restauration engagé dix ans auparavant (de 1980 à 1983 il s'établissait en moyenne à 26 %, point bas sur les deux dernières décennies).

Mais au delà de la sauvegarde de ce nouveau partage de la valeur ajoutée, pour rendre compte de la suppression du besoin de financement, il faut surtout invoquer le comportement de dépenses excessivement restrictif des entreprises qui, durant la phase descendante du cycle, ont comprimé l'investissement et massivement déstocké. Il en a résulté une élévation du taux d'autofinancement puis, compte tenu de l'ampleur de l'ajustement, l'apparition d'une capacité de financement.

Le haut niveau des taux d'intérêt, qui a détourné une partie des ressources vers les placements financiers, s'est combiné à la constitution d'une épargne forcée en réponse aux excès d'endettement passés, pour brider les dépenses. On a ainsi évoqué l'idée d'une « amplification financière » du cycle pour expliquer la profondeur de la récession en 1993.

Sous l'effet de ces déterminants communs, semblable ajustement s'est opéré dans les autres pays européens (tableau 4). La montée généralisée des taux d'autofinancement en 1993 a d'abord été obtenue par des coupes dans les dépenses, sauf au Royaume-Uni où elles se sont au contraire accélérées sous l'impulsion d'une conjoncture décalée par rapport à l'Europe continentale.

Il provient aussi de la progression des résultats d'exploitation, inhabituelle en phase de récession, dans la plupart des pays continentaux. Seules les entreprises françaises, néerlandaises et allemandes ont vu leur excédent d'exploitation se contracter du fait d'un ajustement de l'emploi plus modéré qu'ailleurs. Mais les marges d'autofinancement y étaient déjà plus élevées *a contrario* des pays de l'Europe du Nord et du Sud.

4. Eléments de compte des sociétés en Europe

	Taux de variation 1993 / 1992				Taux d'autofinancement (b)	
	Emploi salarié	Excédent brut d'exploitation	Charges nettes de financement	Dépenses (a)	1992	1993
France	- 2,2	- 1,5	- 0,2	- 19,2	100,4	120,0
Italie	- 3,4	10,4	- 8,2	- 10,5	36,2	59,7
Espagne	- 5,5	3,8	- 11,6	- 16,4	70,2	100,0
Finlande	- 7,3	20,1	- 1,3	- 14,5	54,6	127,5
Suède	- 7,6	13,3	11,9	- 21,5	68,6	95,4
Danemark	- 2,5	4,2	- 19,5	- 4,8	156,8	169,1
Pays-Bas	- 0,6	- 1,5	- 1,4	- 5,6	97,6	98,4
Allemagne	- 2,3	- 3,1	- 7,4	- 12,6	81,4	96,1
Royaume-Uni	1,5	14,1	- 2,2	5,3	65,5	87,4

(a) FBCF + variations de stocks.

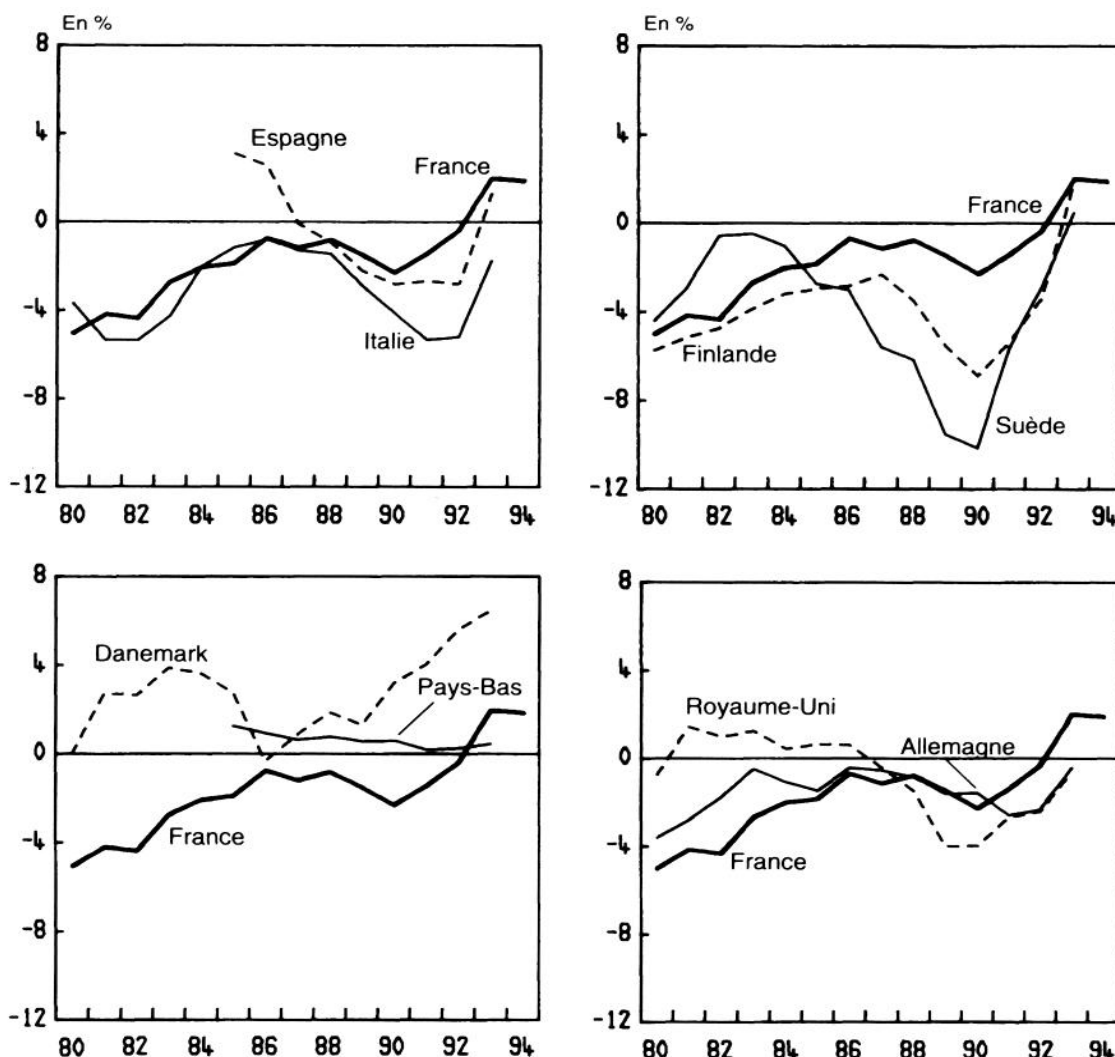
(b) Epargne brute / (FBCF + variations de stocks), en niveau.

Sources : INSEE, DIW, OCDE.

La conséquence de ces replis dépressifs en 1993 est la convergence de l'ensemble des entreprises européennes vers la réduction ou l'élimination de leur besoin de financement, quand elle n'était pas structurellement acquise comme au Danemark ou aux Pays-Bas (graphique 33). De fait, l'obtention de ces marges de désendettement permettait de réduire sensiblement les frais financiers ; en resserrant aussi la distribution des dividendes, les entreprises allégeaient alors leurs charges nettes de financement de manière conséquente.

La position des entreprises françaises paraît ainsi relever d'une logique commune à l'ensemble des entreprises du continent européen. Elle se traduit par une apparente aisance financière. Mais ce diagnostic doit cependant être tempéré par l'examen de situations sectorielles hétérogènes.

33. Besoin ou capacité de financement des sociétés non financières
(en % du PIB)



* Hors entreprises individuelles.

Sources : INSEE, DIW, OCDE, calculs OFCE.

... mais des situations sectorielles contrastées en France

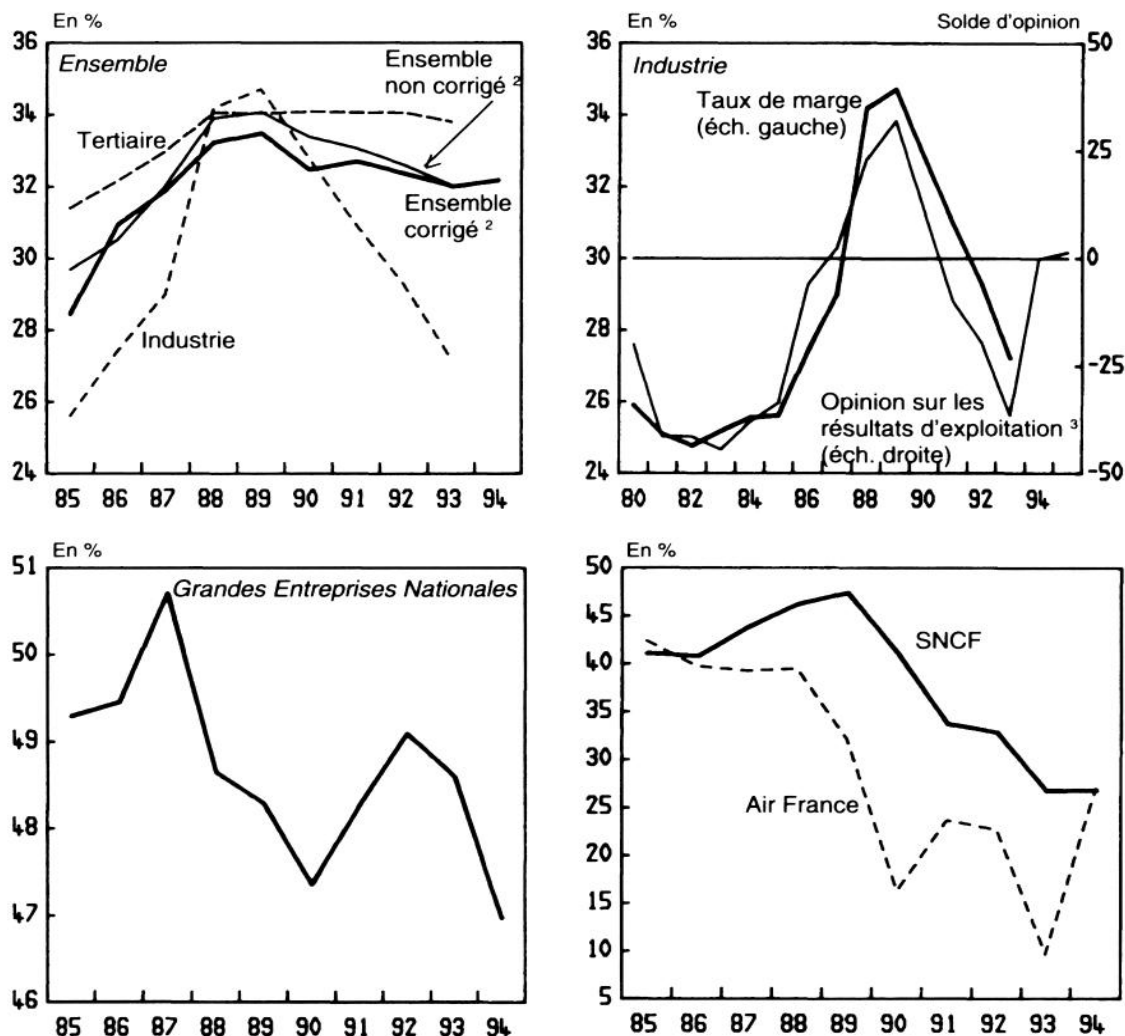
La bonne tenue du taux de marge moyen des entreprises au cours des turbulences du début des années quatre-vingt-dix revêt en effet des apparences trompeuses. L'exploitation des données disponibles sur les comptes des sociétés par secteur d'activité atténue la vision uniformément optimiste que l'on pouvait alors avoir sur les situations financières ¹⁶.

16. Les données de comptabilité nationale utilisées ici ne sont pas corrigées de l'appréciation sur stocks : la variation des stocks en valeur n'est pas défalquée des plus-values ou moins-values. Par construction, la production, et donc la valeur ajoutée les incorporent. Le taux de marge non corrigé en est majoré en période d'inflation et minoré en période de désinflation, comme en 1986 à l'occasion du contre-choc pétrolier. Néanmoins il ne semble pas que cette imprécision soit à même d'affecter fondamentalement le diagnostic porté.

Les mouvements du taux de marge ont été les plus amples dans l'industrie (graphique 34). Après s'être vigoureusement redressés dans la décennie quatre-vingt, sous l'effet d'abord de la résorption des sureffectifs durant la phase de stagnation, puis des gains de productivité issus de la reprise, les résultats d'exploitation se sont fortement dégradés à partir de 1990, annulant presque la progression antérieure. L'opinion des industriels sur leurs résultats d'exploitation, déclarée à l'enquête sur les trésoreries, confirme qualitativement par ailleurs ces mouvements tranchés du taux de marge.

La reprise de 1994 s'est accompagnée, selon les industriels, d'une vive remontée des résultats, laissant augurer le redressement du taux de marge. Enfin, le rattrapage paraît s'être interrompu en 1995, sous

34. Taux de marge par secteur d'activité ¹



1. Excédent brut d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée brute.

2. Les données disponibles par secteur ne sont pas corrigées de l'appréciation sur stocks. Les taux de marge calculés sont ainsi légèrement surestimés sur la période considérée.

3. Différence entre le pourcentage des industriels jugeant leurs résultats satisfaisants et le pourcentage de ceux les jugeant faibles.

Sources : INSEE, calculs OFCE.

l'effet du ralentissement des gains de productivité ; le taux de marge pourrait même s'être légèrement replié au second semestre 1995.

En regard, le taux de marge dans le secteur tertiaire est resté inerte depuis 1988, atténuant la forte contribution négative de l'industrie à l'ensemble. La progression tendancielle plus rapide des prix des services privés, ainsi que la raréfaction des créations d'emploi pendant la phase de repli d'activité, ont permis aux entreprises des branches tertiaires de maintenir le partage de leur valeur ajoutée. Les Grandes Entreprises Nationales, quant à elles, ont d'abord eu une contribution positive au taux de marge moyen de 1990 à 1992, puis une contribution négative depuis lors. Encore convient-il ici de distinguer les entreprises de transport, la SNCF et Air France, des autres GEN : entre la fin des années quatre-vingt et 1993, ces deux entreprises ont vu reculer leur taux de marge respectivement de 20 et 30 points.

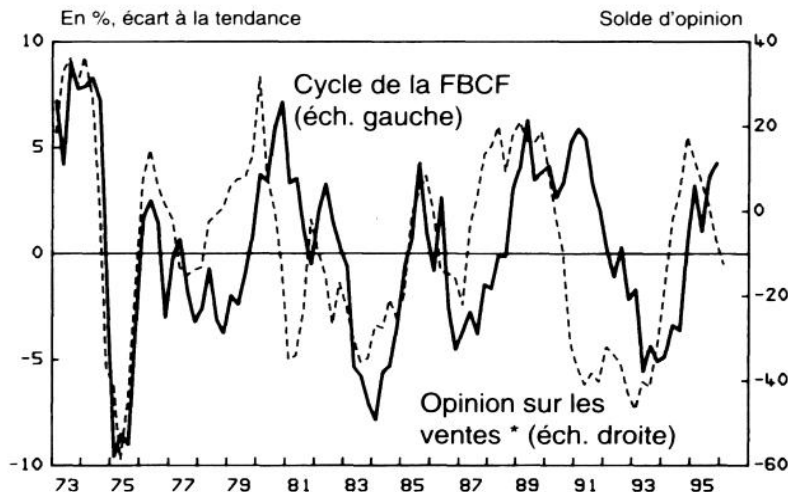
Les hésitations actuelles de l'investissement...

Au cours de l'année 1995, la reprise des dépenses d'investissement, engagée en 1994, s'est quasiment interrompue. Même si elles se sont élevées de 4 % en moyenne annuelle, du fait d'un profil dynamique au quatrième trimestre 1994, le freinage en cours d'année est net : la progression a été nulle entre les premier et quatrième trimestres.

Le schéma de reprise de la formation de capital fixe, fondé en priorité sur la satisfaction des besoins de renouvellement et de modernisation, doit-il, au vu de ces évolutions, être désormais révisé ? Les informations dont on dispose à l'heure actuelle semblent contradictoires.

D'un côté, l'opinion des grossistes en biens d'équipement sur leurs ventes est en repli depuis la fin 1994, après une remontée sensible qui préfigurait le redressement des achats (graphique 35). De plus les perspectives d'activité chez les producteurs de biens d'équipement restent pessimistes tandis qu'ils jugent leurs stocks supérieurs à la normale. Enfin, la dernière enquête sur les trésoreries dans l'industrie marque un retrait de l'opinion sur les intentions d'achats.

D'un autre côté, interrogés en janvier dernier sur leurs investissements, les industriels prévoient d'accroître leurs dépenses de 9 % en valeur cette année (chiffre non corrigé du biais). Cette enquête témoigne de la permanence des projets, que le ralentissement d'activité en cours semble n'avoir pas entamés (encadré 3). Enfin, l'enquête semestrielle de janvier auprès des grandes entreprises confirme le redémarrage, tant dans l'industrie que dans les services.



35. FBCF en biens d'équipement et ventes du commerce de gros

* Différence entre le pourcentage des grossistes jugeant leurs ventes supérieures à la normale et le pourcentage de ceux les jugeant inférieures à la normale.

Sources : INSEE, rétropolation et calculs OFCE.

En privilégiant les sources quantitatives directes, le schéma de reprise de l'investissement doit être maintenu au-delà des hésitations actuelles. Même si les tensions sur l'appareil productif sont inexistantes et ne poussent pas à l'extension des capacités — le taux d'utilisation dans l'industrie avoisine sa moyenne de longue période —, l'année 1996 verrait croître de nouveau les investissements de renouvellement et de modernisation des matériels.

3. L'enquête sur les investissements dans l'industrie

L'enquête sur les investissements dans l'industrie constitue la seule source d'information en cours d'année sur les intentions d'achat des chefs d'entreprises. Elle est menée en janvier, avril et octobre sur un échantillon de 2500 établissements de l'industrie concurrentielle, soit un champ correspondant à 30 % des investissements productifs des entreprises non financières des secteurs publics et privés.

Lors d'une même enquête, les industriels sont interrogés sur leurs dépenses d'investissement de l'année en cours, ainsi que sur ceux de l'année précédente en janvier et avril et de l'année à venir en octobre ; sept évaluations sont ainsi disponibles pour une même année. L'enquête permet donc de suivre les révisions successives des projets (graphique).

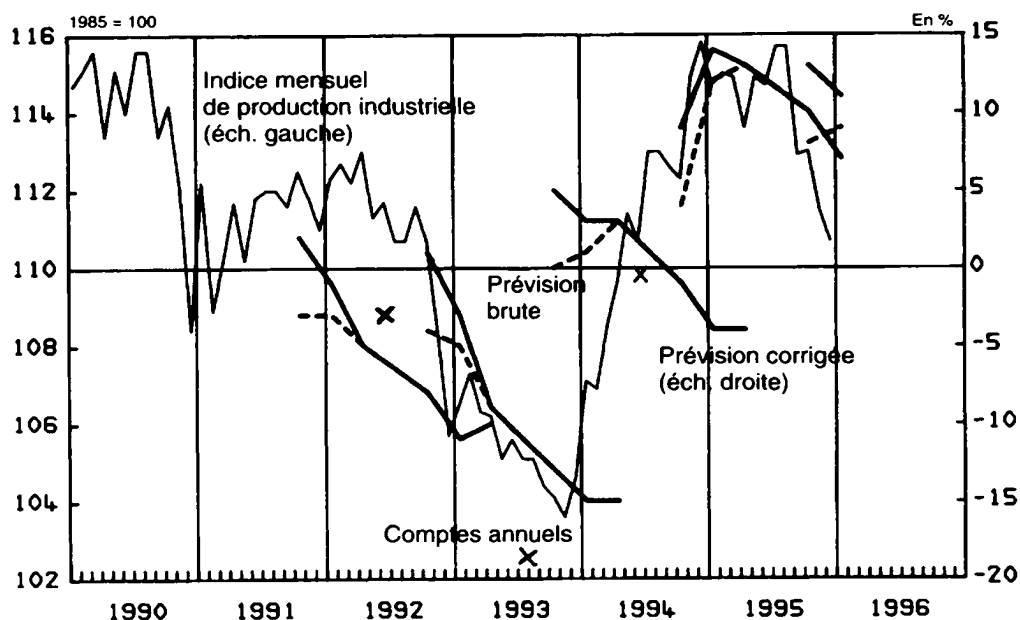
Les premières estimations pour une année donnée font apparaître des évolutions brutes et des évolutions corrigées du biais. La correction de biais consiste à redresser le résultat brut de l'écart moyen observé entre la prévision et

la réalisation déclarée à l'enquête d'avril de l'année suivante. Ainsi, les résultats d'octobre et de janvier sont-ils majorés respectivement de 5 et 2 points.

L'enquête permet de saisir les inflexions de l'investissement sur la base des anticipations des entrepreneurs, mais elle ne constitue pas une prévision extrapolable aux résultats de la comptabilité nationale. Ainsi, pour 1992, les industriels étaient-ils plus pessimistes sur la réalisation déclarée en avril 1993 que ne le sont les comptes nationaux. Mais l'enquête permettait d'annoncer un recul des dépenses dès octobre 1991, au beau milieu du rebond conjoncturel.

En 1993, année de récession, les évaluations ont également été révisées à la baisse ; la réalisation constatée par l'enquête reste au dessus des comptes annuels. La vive reprise de l'activité industrielle en 1994 s'est accompagnée d'une stagnation des dépenses selon les comptes annuels, d'un recul selon l'enquête ; la révision en baisse a en effet été encore forte d'avril 1994 à avril 1995, et témoigne, après les révisions en hausse de la première moitié de l'année, des hésitations des chefs d'entreprise. Enfin, les enquêtes portant sur 1995 et 1996 font apparaître une reprise vigoureuse de l'investissement industriel. Revues à la hausse lors des trois premières enquêtes portant sur 1995, les évolutions ont été minorées en lien avec la dégradation du climat conjoncturel dans la seconde moitié de l'année. Une partie des dépenses prévues a ainsi pu être reportée sur 1996. Il n'en demeure pas moins que, qualitativement, ces déclarations laissent attendre une croissance de l'investissement sur les deux années.

L'enquête sur les investissements dans l'industrie

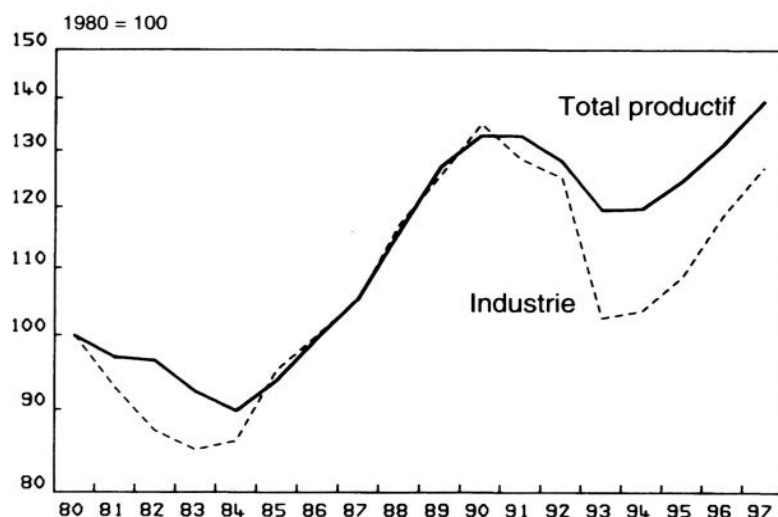


Source : INSEE.

... pourraient être levées

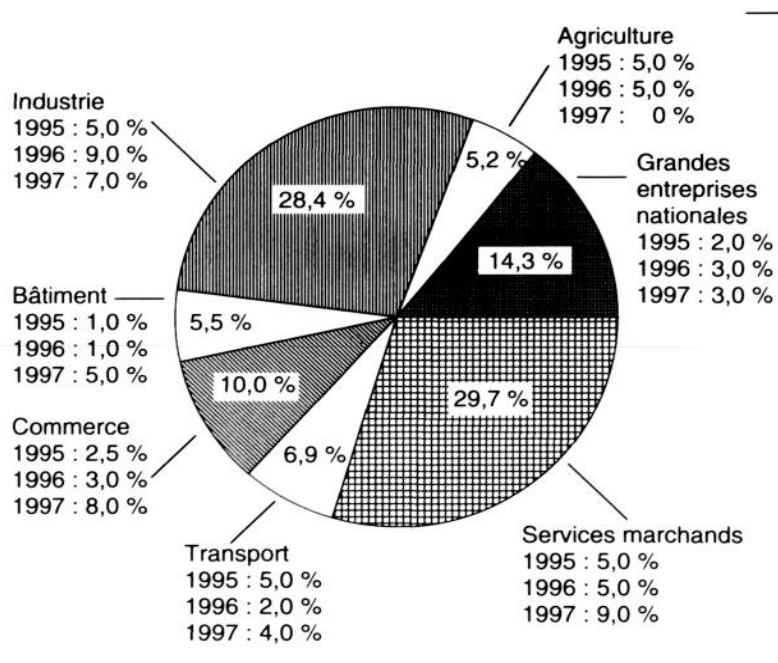
Ainsi l'investissement productif des entreprises s'élèverait-il de 5,2 % en 1996 et de 6,4 % l'année prochaine (graphiques 36 et 37).

Dans l'industrie, la hausse des dépenses en 1995 est évaluée par les chefs d'entreprise à 7 % en valeur, soit 5 à 6 % en volume, chiffre



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

Sources : INSEE, prévisions OFCE.



37. Investissement productif des entreprises en volume

Ensemble des entreprises
 1994 : 0,2 %
 1995 : 4,1 %
 1996 : 5,2 %
 1997 : 6,4 %

Les pourcentages situés à l'intérieur du diagramme indiquent la part de chaque secteur dans l'investissement total en 1994

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

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

légèrement révisé à la baisse depuis l'enquête d'octobre (deux points). La progression devrait s'accélérer en 1996 et en 1997, respectivement 9 % et 7 %, d'abord pour poursuivre l'effort engagé de renouvellement, puis pour réamorcer l'extension des capacités de production. Cette poursuite du mouvement de reprise ne permettrait toutefois pas la compensation des replis antérieurs : à l'horizon 1997, l'investissement industriel serait encore inférieur de plus de 8 % au niveau atteint en 1990. Elle ne sera pas non plus à l'origine d'une accélération de la croissance du stock de capital, qui resterait voisine de 1 % par an, contre plus de 3 % à la fin des années quatre-vingt. Le redressement de l'évolution tendancielle de la productivité du capital pourrait donc se poursuivre.

Dans l'agriculture, la reprise de l'investissement a été vive en 1994, 9,5 % selon les comptes annuels. Il est probable qu'en 1995, la croissance des dépenses s'est poursuivie, ainsi que le laisse penser la progression des chiffres d'affaires des constructeurs de matériels (+ 15,5 %). Cette année encore, la hausse attendue du revenu agricole, l'augmentation de 10 % des prêts bonifiés à l'investissement annoncée par le Ministre de l'agriculture en janvier, et le maintien de bonnes perspectives dans le secteur du machinisme devraient prolonger l'élévation des dépenses.

Dans le BTP, les perspectives d'activité demeurent sombres. D'un côté, la faiblesse des achats de logement et de l'investissement en bâtiment des entreprises a bridé et bridera encore l'activité de la branche bâtiment. De l'autre côté, la baisse des commandes publiques, si elle se poursuit en 1996 sous l'effet des contraintes financières des collectivités locales, conduira le secteur des travaux publics vers une nouvelle année de récession. Selon les dernières enquêtes de conjoncture, la fin de 1995 s'est achevée sur un net fléchissement de l'activité, et les trésoreries se sont de nouveau dégradées. Dès lors, l'investissement de la branche BTP resterait très en retrait de l'ensemble en 1996. Une reprise serait toutefois possible en 1997.

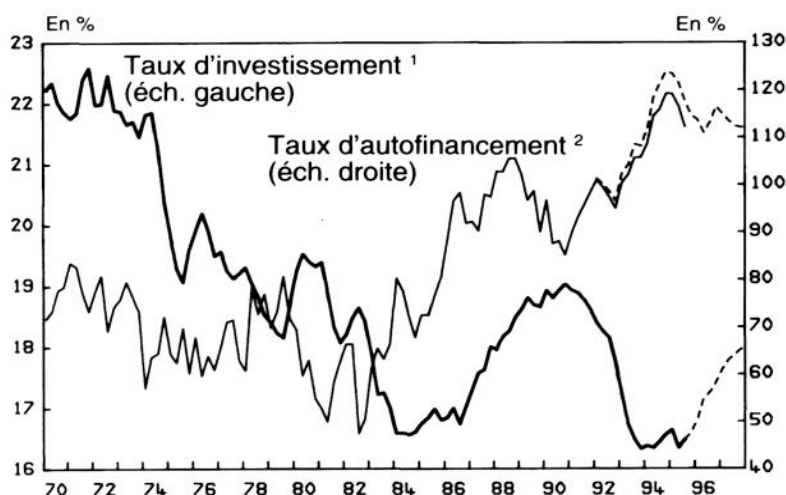
Dans les branches tertiaires, l'investissement s'est vraisemblablement redressé l'année dernière (+ 4,4 %), après une reprise modeste en 1994, évaluée à 0,8 % par les comptes nationaux, mais sous estimée selon nous, comme on l'a déjà noté dans notre précédente chronique. En 1996 et 1997, les dépenses progresseraient encore, stimulées conjointement par les marges financières plus importantes dont les entreprises du secteur semblent disposer et par la progression des débouchés.

L'investissement des Grandes entreprises nationales pâtirait toujours des contraintes financières, qui pèsent en particulier sur les entreprises de transport. La remise à niveau attendue l'année dernière, après le repli de 1994 (- 10,7 % en volume) ne semble pas s'être opérée. La FBCF des GEN n'aurait ainsi crû que de 2 % en termes réels. Les perspectives pour 1996 et 1997 ne laissent pas attendre de forte accélération des dépenses.

Les dépenses seront toujours surfinancées

La reprise attendue de la FBCF entraînerait une nette remontée du taux d'investissement des sociétés qui, à la fin 1997, rejoindrait presque son niveau de la mi-1992 (graphique 38). Il demeurerait toutefois très en deçà du pic de la fin 1990. Le taux d'autofinancement cesserait alors de s'élever, interrompant une progression continue entre la fin 1992 et la fin 1994, mais se maintiendrait toujours à haut niveau. D'autant que le partage de la valeur ajoutée restera favorable aux sociétés.

La part des salaires dans la valeur ajoutée, qui a atteint à la fin 1994 son point le plus bas depuis 1970, devrait en effet continuer à décliner en moyenne annuelle (graphique 39). Déjà contenue par les

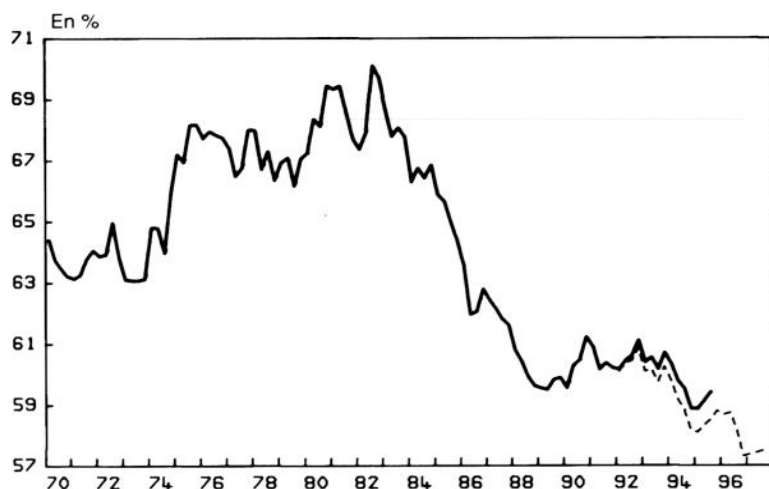


38. Taux d'investissement et taux d'autofinancement des sociétés

1. FBCF rapportée à la valeur ajoutée brute.

2. Epargne brute rapportée à la FBCF.

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.



39. Part des salaires dans la valeur ajoutée des sociétés

Les comptes financiers des sociétés ont été corrigés par l'OFCE à partir de 1992 : 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.

gains de productivité obtenus durant la phase de reprise, et vraisemblablement surestimée depuis quelques années par les comptes nationaux à cause de l'imparfaite prise en compte du développement des emplois à temps partiel dans le tertiaire, elle continuera à s'abaisser sous l'effet de l'allègement du coût du travail. La modération future des gains de productivité constituera certes une contrepartie à cet allègement. Mais elle ne pourra annuler la tendance baissière de la part des salaires, sauf à envisager une forte sensibilité de l'emploi à la réduction du coût du travail.

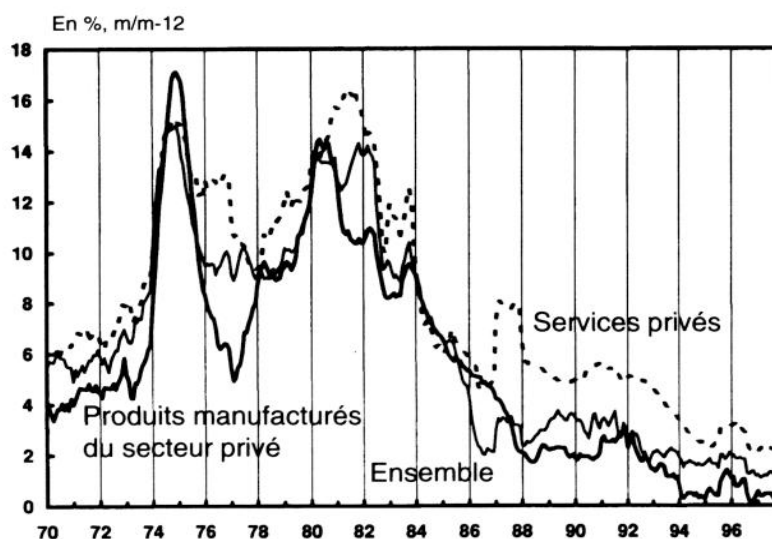
Les résultats d'exploitation des entreprises, considérées dans leur ensemble, resteront donc globalement bons, même si le taux de marge enregistre les à-coups conjoncturels présents. Mais l'industrie pourrait les ressentir plus durement, ses résultats d'exploitation étant plus sensibles qu'ailleurs aux fluctuations conjoncturelles. En revanche, dans la seconde moitié de cette année et en 1997, la reprise de la croissance de la production y favorisera la restauration des profits.

L'horizon du retour à une position débitrice n'est donc toujours pas visible. Le déstockage attendu en 1996, et son simple arrêt l'année prochaine, en repoussent encore l'échéance. Cela fera cinq ans au moins que les sociétés auront dégagé une capacité de financement.

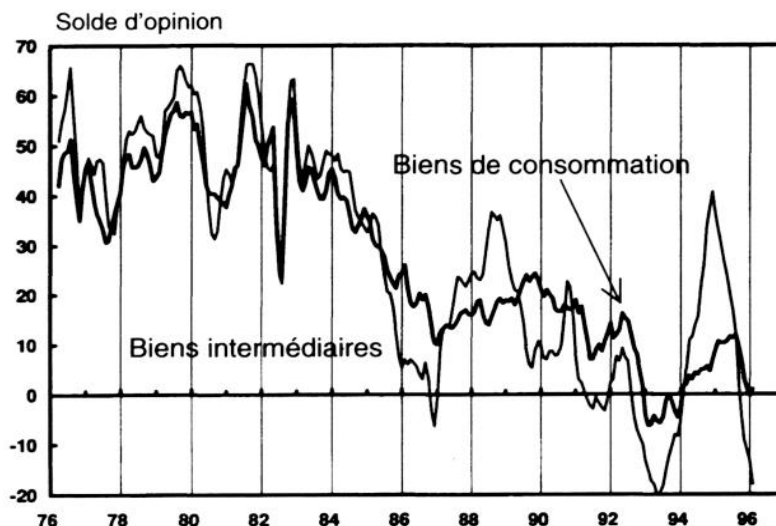
Les pressions au ralentissement des prix persistent

La faiblesse de l'activité pèse sur le niveau des prix (graphique 40). Ainsi, le relèvement de la TVA n'a été que partiellement répercuté sur les prix à la consommation : l'impact mécanique sur les prix de l'augmentation du taux de 18,6 % à 20,6 % était proche de un point alors que la hausse des prix à la consommation de décembre à

40. Prix à la consommation



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.



41. Perspectives d'évolution des prix dans l'industrie *

* Différence entre le pourcentage des industriels prévoyant d'augmenter leurs prix et le pourcentage de ceux prévoyant de les baisser.

Source : INSEE.

décembre ne s'est accélérée que de 0,5 point seulement entre 1994 et 1995, en passant de 1,5 % à 2,0 %. De plus, le renouvellement des catalogues dans le secteur de la vente par correspondance (les anciens catalogues avaient été imprimés pour la plupart avant l'annonce de la hausse de la TVA) ne s'est pas traduit par une accélération des prix des produits manufacturés. Producteurs et commerçants ont donc réalisé un effort sur leurs marges qui confirme la tendance à la désinflation. Celle-ci se poursuivrait dans un contexte de modération des prix des matières premières et de progression modérée des salaires tant en 1996 qu'en 1997.

Les prix des matières premières industrielles resteraient modérés. Cette situation influencerait plus particulièrement sur le niveau des prix de l'énergie et sur celui des prix des biens et services du secteur privé. En effet, la stabilisation du cours du baril de pétrole brut en francs n'entraînerait pas de hausse du prix hors taxe de l'énergie ; les augmentations de prix aurait une origine fiscale (taxe intérieure sur les produits pétroliers). Par ailleurs, l'évolution du prix des matières premières s'est traduite par une baisse des prix de vente des biens intermédiaires qui devrait se répercuter sur les prix industriels des biens de consommation (graphique 41). Cet enchaînement serait favorisé par la modération des coûts salariaux. Dans le secteur industriel, leur part dans la valeur ajoutée diminuerait en 1996 puis se stabiliserait en 1997. Ainsi, les progressions des prix des biens et services dans le secteur privé ralentiraient encore en dehors d'un effet — très faible, de 0,1 à 0,2 point — de diffusion de la TVA. De décembre à décembre, les produits manufacturés progresseraient de 0,4 % et 0,3 % en 1996 et 1997 après 0,3 % en 1994 et 1,2 % en 1995 ; les services verraient leurs prix décélérer de 3,1 % en 1995 à 2,3 % en 1996 et 2,1 % en 1997.

En ce qui concerne les prix contrôlés par les pouvoirs publics, ils seraient déterminés en fonction des difficultés budgétaires. Le tabac subirait une hausse de sa fiscalité dans le courant 1997. Les honoraires des médecins ne seraient pas revalorisés, après deux années d'augmentations importantes. Ils progresseraient à un rythme annuel de 0,6 % en 1996 et 1997, rythme déjà observé en 1991 et en 1993. Les entreprises de services publics ralentiraient le rythme des revalorisations jusqu'en 1997. Elles ont en effet répercuté la majoration du taux de TVA au mois d'août 1995 à l'occasion d'une hausse assez vigoureuse de leurs tarifs au premier trimestre 1996.

Enfin, les prix de l'alimentation et ceux des loyers-eau continueraient sur leur tendance. Pour le second, l'atonie persistante du marché du logement empêcherait une accélération des loyers tandis que le ralentissement des hausses de prix de l'eau se poursuivrait.

Les prix à la consommation augmenteraient de décembre à décembre de 1,2 % en 1996 et 1997 après 2,0 % en 1995. Hormis les postes sensibles à la fiscalité tels que l'énergie et le tabac, l'inflation ne dépasserait pas 1,0 % en 1996 et 1997 après 1,9 % en 1995.

Les soldes extérieurs s'amplifieraient à nouveau

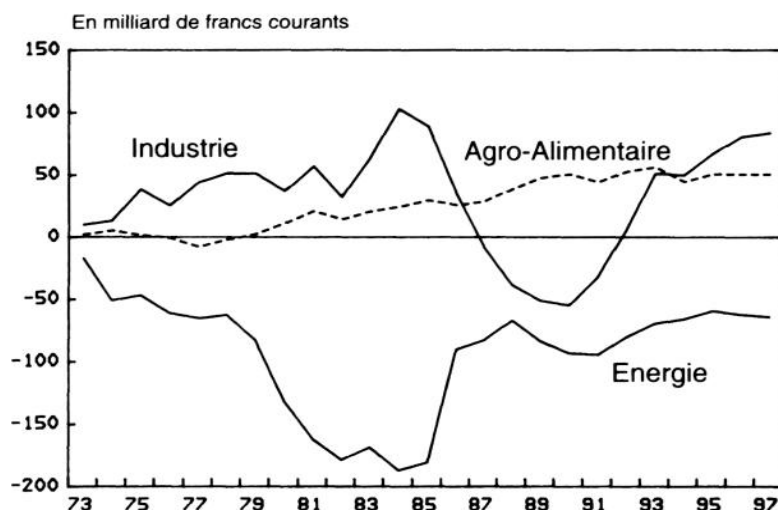
Les résultats de 1995 ont déjà été analysés ¹⁷. La faible croissance conduirait à une nouvelle extension du solde commercial, dans un contexte mondial de modération du prix des matières premières.

La remontée du dollar serait compensée par une baisse du prix du pétrole sur les marchés mondiaux. La facture énergétique varierait donc peu et conserverait des niveaux historiquement bas (graphique 42 et tableau 5).

L'excédent agro-alimentaire devrait retrouver son niveau moyen des années quatre-vingt-dix : à l'horizon de la prévision il est en effet difficile d'entrevoir l'ampleur des récoltes et des déséquilibres éventuels du marché mondial.

Les fluctuations les plus amples concerneront les biens industriels. En 1996 le taux de couverture devrait s'améliorer car les importations seront contraintes par une faible demande intérieure et surtout le déstockage, tandis que les exportations françaises suivront la demande mondiale ; l'écart conjoncturel constaté sur la fin 1995 et le début 1996 perdurerait ainsi en 1996. En 1997, en revanche, une harmonisation se produirait. Les prix à l'exportation ont été comprimés au delà des prix de production, réduisant les marges à l'exportation, du fait des dépréciations monétaires en Europe. Le rattrapage de 1994 aura ainsi

17. voir : « Le commerce extérieur en 1995 : les records sont faits pour être battus », la *Lettre de l'OFCE* n° 147.



42. Soldes commerciaux par produits (FAB/CAF)

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

5. Soldes extérieurs

En milliards de francs courants

	1992	1993	1994	1995	1996	1997 2
					Prévision	Prévision
Agro-alimentaire	53,2	56,8	44,8	51,1	51	51
Energie	- 79,5	- 68,9	- 65,6	- 58,9	- 62	- 64
Produits manufacturés :						
- y compris matériel militaire	6,8	51,5	48,9	67,3	81	84
- hors matériel militaire	- 9,6	40,5	41,3	60,0	74	77
Solde FAB/CAF	- 19,5	39,4	28,1	59,5	71	71
Solde FAB/FAB ¹	31,0	87,7	81,7	104,5	117	120

1. Les importations FAB sont inférieures aux importations CAF de 4 % en 1992, 4,2 % en 1993 et 1994, 3,3 % en 1995, 1996 et 1997.

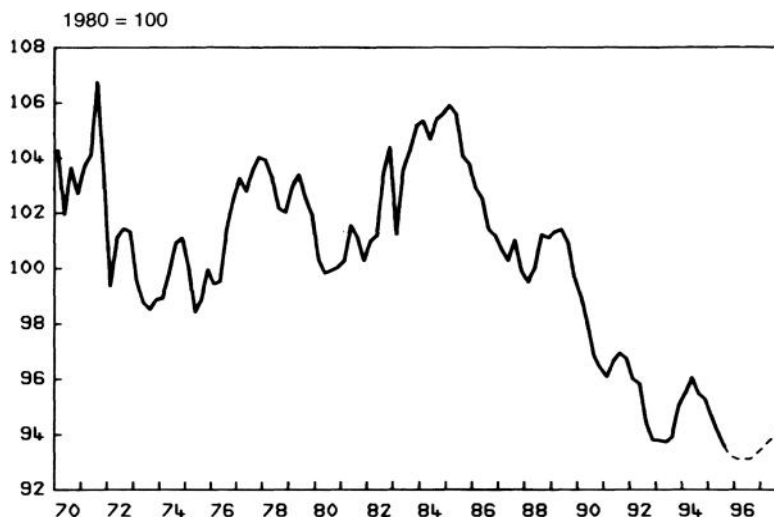
2. La prévision a été faite à champ géographique constant, compte non tenu de l'intégration des départements d'outre-mer aux statistiques douanières à partir de 1997. Cela dégradera l'excédent de 30 à 40 milliards de francs.

Sources : Douanes, INSEE, prévisions OFCE.

fait long feu (graphique 43). Une remontée des prix d'exportation un peu plus soutenue que celle des prix de production est prévue, permettant une légère reconstitution des marges, qui resteraient néanmoins relativement dégradées. Cela suppose pourtant qu'il n'y ait pas de nouvelles corrections dans le SME.

Au total, le solde FAB/FAB s'élèverait jusqu'à 120 milliards de francs. Il s'agit d'une prévision à mode de comptabilisation constant. La réforme prévue pour 1997, qui intégrera les DOM (mais non les TOM) dans le

43. Les comportements de marges des entreprises industrielles



* Rapport des prix d'exportation des produits manufacturés aux prix de production.

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

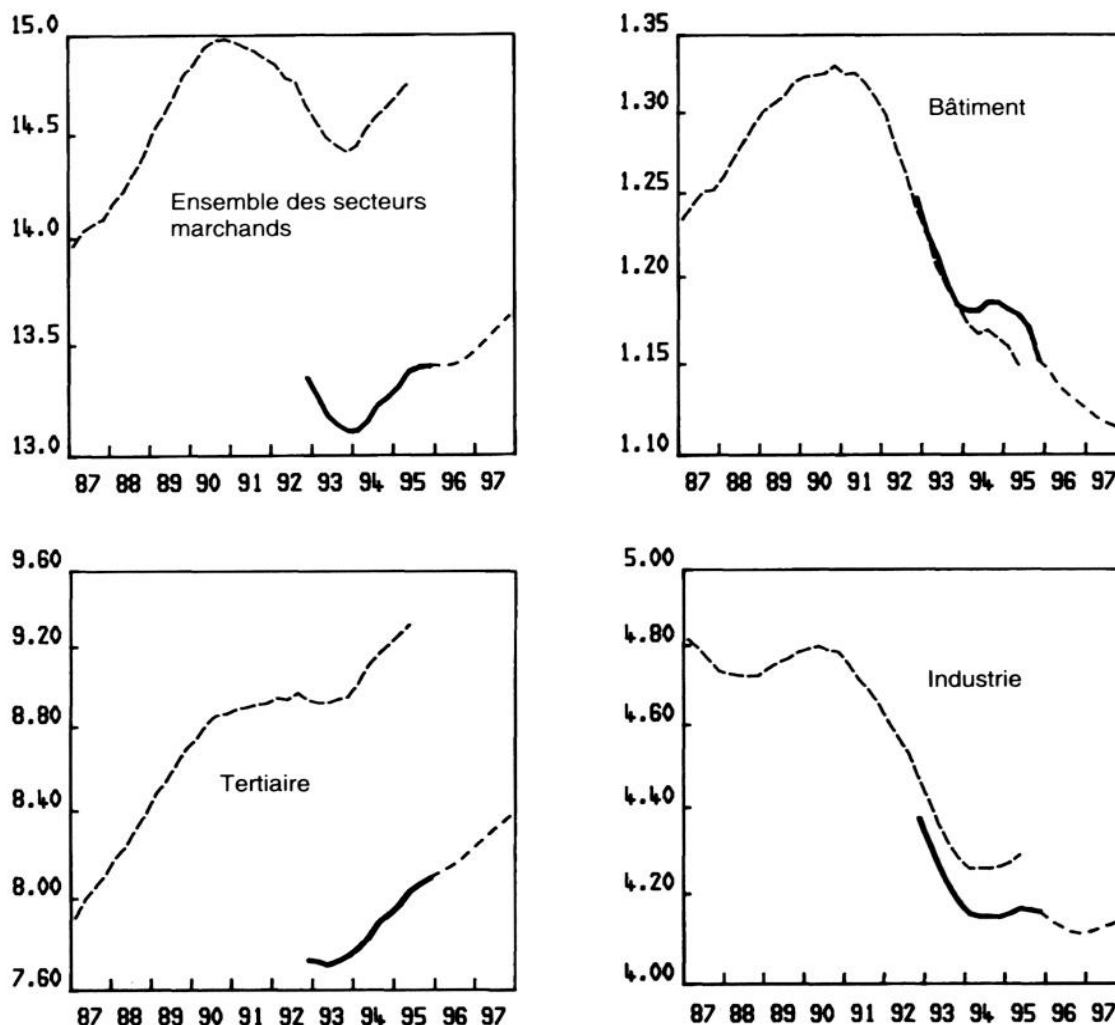
commerce extérieur français, aura comme conséquence de réduire l'excédent global de 35 milliards de francs (chiffres de 1994). C'est évidemment non négligeable ! La balance des paiements courants n'en serait pas affectée et son excédent resterait supérieur à un point de PIB.

Le marché du travail : l'amélioration est menacée

Selon les statistiques trimestrielles provisoires, l'emploi salarié dans les secteurs privés aurait crû de 1,1 % au cours de l'année 1995. Ce résultat diffère finalement peu de celui de 1994 (1,2 %), mais résulte d'un profil exactement inverse. Les créations s'étaient alors accélérées à la mi-année, à la faveur de la reprise d'activité ; en 1995, elles ont décliné au second semestre, sous l'effet du ralentissement, pour s'interrompre au quatrième trimestre (graphique 44).

Sur l'année, l'industrie dégage un solde légèrement positif, + 0,3 % soit un peu plus de 10 000 créations. Cependant le secteur a de nouveau procédé à des réductions d'effectifs au second semestre, à un rythme toutefois très modéré, après deux trimestres consécutifs de hausse. Les forts gains de productivité enregistrés en 1994, illustrés par l'élévation de la durée du travail et du taux d'utilisation de la main-d'œuvre, ont suscité des besoins d'embauches fermes dont le premier semestre 1995 a été la traduction (graphique 45). Mais le ralentissement d'activité engagé à la mi-année, puis son repli, ont entamé ces réserves, appelées à disparaître à brève échéance : entre les premier et quatrième trimestres 1995, la productivité par tête a reculé de 2,2 %. Les industriels ont alors cessé de recruter. Dans le BTP, la situation s'est dégradée sérieusement en fin d'année. Le secteur aurait ainsi perdu près de 20 000 emplois au quatrième trimestre, davantage qu'au cours des trois trimestres précédents (- 14 000).

44. Emploi salarié * (millions, cvs)



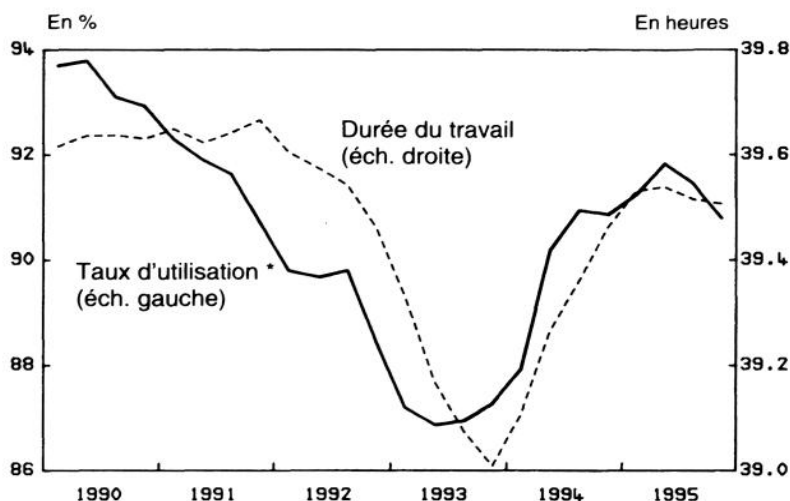
* En fin de trimestre

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

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Seul le secteur tertiaire est resté pourvoyeur d'emplois dans l'économie ; les effectifs s'y sont élevés de 160 000 unités, un peu moins qu'en 1994, 185 000 créations, année qui avait vu l'intérim croître très vivement. L'emploi dans les services aux entreprises, secteur dans lequel sont comptabilisés les intérimaires utilisés par l'industrie et le bâtiment, s'est en effet ralenti, avec 87 000 créations en 1995 contre 112 000 l'année précédente. Il faut y voir le jeu simultané de la consolidation par embauche ferme de certains contrats, les effectifs correspondants basculant alors du tertiaire aux secteurs utilisateurs, et du recul probable des nouvelles signatures. Ainsi, au premier semestre 1995, 64 000 emplois nouveaux ont vu le jour dans les services aux entreprises, contre 23 000 au second. L'opinion déclarée par les entreprises d'intérim, à l'enquête trimestrielle de janvier dans les services, témoigne de l'effondrement de la tendance de leurs effectifs au quatrième trimestre 1995, et les perspectives pour le début 1996 ne

45. Degré d'utilisation de la main-d'œuvre dans l'industrie



* Production industrielle rapportée à la production augmentée des marges de capacité sans embauche.

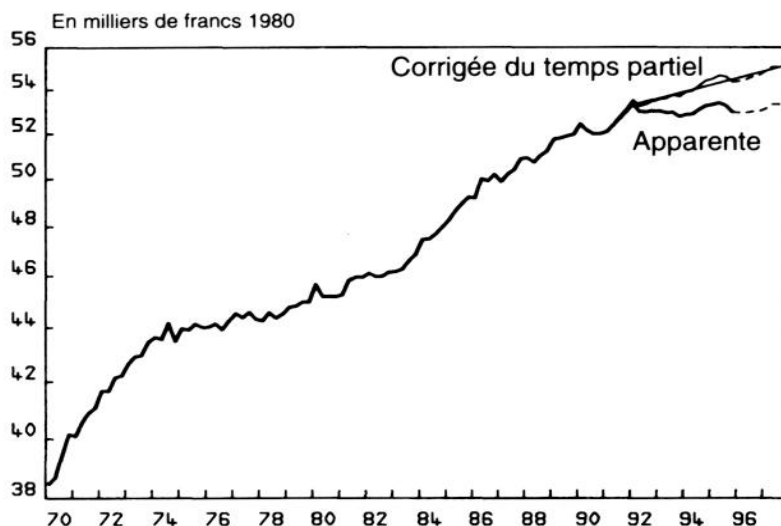
Sources : INSEE, calculs et estimations OFCE.

sont guère meilleures. Ce repli fait suite au déclin amorcé dès la fin de 1994 qui annonçait les mouvements présents.

Les autres branches tertiaires sont restées aussi dynamiques en 1995 qu'en 1994. En particulier, les commerces ont dégagé plus de 20 000 emplois supplémentaires, comme en 1994, bien qu'au quatrième trimestre les effectifs aient légèrement reculé, du fait vraisemblablement des mouvements sociaux de décembre. Les services aux ménages ont maintenu un rythme soutenu de 50 000 créations, ceux-ci demeurant toujours peu sensibles aux fluctuations conjoncturelles. Les dernières révisions statistiques ont notamment corrigé les évaluations antérieures qui faisaient apparaître une surprenante stagnation au premier semestre 1995.

Les effectifs tertiaires ont aussi été probablement soutenus par la poursuite du développement des emplois à temps partiel, sur la lancée de 1993 et 1994, à la suite de l'institution, en septembre 1992, de l'abattement de charges patronales pour ce type d'emplois. La contrepartie en a été une remarquable stagnation de la productivité dans le secteur tertiaire depuis quatre ans (graphique 46). Les estimations auxquelles nous avons procédé, consistant à convertir les emplois à temps partiel en équivalent-temps plein sur la base des données issues des enquêtes annuelles sur l'emploi, restituent à la productivité un profil haussier, plus conforme à l'évolution tendancielle. Il n'en reste pas moins que, malgré la correction, la productivité progresse encore peu dans le secteur tertiaire et que le ralentissement des gains semble s'y perpétuer à l'instar des autres branches.

La situation sur le front du chômage s'est de nouveau dégradée à la fin de l'année 1995 ; au second semestre les inscrits à l'ANPE se



46. Productivité par tête dans les secteurs tertiaires marchands *

* Hors assurances et organismes financiers.

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

sont élevés de 67 000. Mais sur l'année, le nombre des sans-emploi a quand même baissé de 30 000, grâce à un recul conséquent au premier semestre, de près de 100 000 personnes. Il semble toutefois que les comportements d'arrivée sur le marché du travail aient amplifié le repli que l'on pouvait attendre des seules créations d'emploi en début d'année. Compte tenu de l'évolution des effectifs, des dispositifs de traitement social du chômage et des demandes d'emplois en fin de mois (DEFM), la croissance de la population active peut être évaluée au premier semestre à environ 20 000 personnes (soit 40 000 en rythme annuel) ; ce qui non seulement est très inférieur à ce que pouvaient laisser prévoir les comportements habituels de flexion des taux d'activité, mais est aussi très inférieur à l'évolution tendancielle de la population active, comprise entre 110 000 et 160 000 arrivées par an ¹⁸ (tableau 6).

Le report d'une partie de ce « déficit » de population active au second semestre 1995 a amplifié l'impact du ralentissement des créations d'emploi et du recul du traitement social pour propulser de nouveau le chômage à la hausse. La population active aurait ainsi crû de 50 000 personnes au second semestre, à un rythme annuel plus soutenu mais encore inférieur au potentiel. Ce qui porte en germe une nouvelle aggravation de la situation.

(18) Les opportunités d'embauche créées par la hausse de l'emploi suscitent habituellement des arrivées supplémentaires sur le marché du travail. Le phénomène est symétrique en phase de repli de l'emploi. L'évolution du chômage ne reflète donc pas intégralement les variations de l'emploi.

6. Emploi et chômage en fin d'année

	Niveau fin 1994	Variation 1995		Variation 1996		Variation 1997	
		%	Milliers	%	Milliers	%	Milliers
Effectifs	13 265	1,1	140	0,3	45	1,3	180
Secteurs privés hors agriculture, dont :							
— Industrie	4 150	0,3	10	- 1,2	- 50	0,7	30
— Bâtiment	1 185	- 2,8	- 30	- 2,1	- 25	- 1,2	- 15
— Tertiaire	7 930	2,0	160	1,5	120	2,0	165
Autres secteurs ¹	8 485	0	0	- 0,2	- 15	0	0
Emploi total	21 750	0,6	140	0,1	30	0,8	180
Population active							
— potentielle ²	25 205	—	110 - 160	—	110 - 160	—	110 - 160
— prévue	—	—	80 ³	—	190	—	140
Politique de l'emploi	—	—	- 30	—	80	—	0
Chômage		Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation
— milliers ⁴	3 312,6	3 282,5	- 30	3 360	80	3 320	- 40
— taux de chômage (sens B.I.T., %)	11,9	11,7	—	12,0	—	11,7	—

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.

La dégradation du marché du travail pourrait être contenue

En cette première moitié d'année 1996, le creux conjoncturel continuera d'imprimer à l'emploi le profil atone observé au quatrième trimestre de l'année dernière. Jusqu'en juin, les créations devraient être nulles. L'opposition des branches secondaires et tertiaires se perpétuera.

Dans l'industrie, le passage en creux de la productivité à la mi-95 conduirait les entreprises à réduire leurs effectifs davantage qu'elles ne l'ont fait jusqu'à présent ; ainsi, près de 35 000 postes disparaîtraient-ils au premier semestre 1996. A la faveur de la reprise de la production au second semestre, le redressement de la productivité s'accompagnerait d'un ralentissement des pertes d'emplois, puis de créations nouvelles. Au total, l'emploi industriel baisserait de 1,2 % en 1996, soit 50 000 destructions, pour s'élever de nouveau en 1997. Le BTP, au bord de la récession à la fin de 1995, continuera à supprimer

des emplois tout au long de la période, la stabilisation de l'activité à partir du second semestre 1996 n'autorisant qu'un ralentissement des pertes par rapport au premier semestre.

Le secteur tertiaire, quant à lui, demeurera créateur d'emplois, y compris durant le creux conjoncturel. Les différentes branches n'y seront toutefois pas sensibles au même degré. Les services aux entreprises devraient rester peu dynamiques, l'intérim obérant l'évolution du secteur. Mais les autres composantes devraient traverser relativement facilement les turbulences présentes. En outre, on pourra encore compter sur les créations d'emplois à temps partiel pour doper l'ensemble, les entreprises, en vertu du dispositif d'allègement du coût du travail, pouvant cumuler l'abattement de charges « temps partiel » et la baisse des cotisations sociales sur les rémunérations au voisinage du salaire minimum. L'emploi tertiaire s'élèverait ainsi de 120 000 personnes en 1996 et de 160 000 en 1997.

Les effectifs marchands non agricoles stagneront donc au premier semestre 1996, et croîtront de 45 000 au second semestre. En 1997, les créations seront plus nombreuses, avec 180 000 emplois nouveaux. Les autres composantes de l'emploi affecteront peu les inflexions d'ensemble données par l'emploi salarié.

La faiblesse des créations d'emplois en 1996 augure par elle-même d'une sensible remontée du chômage. S'y ajoutera un regain de population active attendu en compensation de la faible progression de l'année dernière. Spontanément la hausse des DEFM pourrait être de 150 000.

Mais la politique de traitement social du chômage pourrait en réduire significativement l'ampleur. Le dispositif mis en place par les partenaires sociaux et l'UNEDIC, permettant un départ en retraite anticipé des salariés âgés de plus de 58 ans ayant cotisé au moins 40 années aux régimes d'assurance vieillesse moyennant des embauches équivalentes, paraît rencontrer un vif succès depuis son institution au quatrième trimestre 1995. Dès lors que, numériquement, les objectifs prévus seraient atteints à la fin 1996, ce sont 80 000 personnes qui seraient concernées par la mesure.

Il a semblé raisonnable d'escompter un effet sur le chômage du même ordre de grandeur, à hauteur de 70 000, légèrement inférieur cependant dès lors que certains postes libérés seraient pourvus par des personnes absentes jusqu'alors du marché du travail. La montée en charge du dispositif pourrait ainsi s'opposer à l'évolution spontanée des DEFM, la hausse s'établissant finalement à 80 000 personnes. Cette prévision repose aussi sur l'hypothèse du maintien des formules traditionnelles de traitement social, stages et contrats emploi-solidarité, au niveau atteint à la fin 1995, en retrait par rapport à la mi-année. En ce domaine l'incertitude prévaut, mais nous avons supposé que ces formules ne pâtiraient pas d'arbitrages budgétaires défavorables.

L'évolution du chômage désormais attendue en 1996 est sensiblement différente de la baisse de 220 000 escomptée au mois d'octobre. Le freinage de l'emploi explique cette révision. Ainsi, 100 000 emplois en moins verraient le jour dans le tertiaire, et l'industrie, au lieu d'en créer 65 000, en supprimerait 50 000. Au total, la révision de l'emploi salarié porte sur un effectif de 235 000.

En 1997, la reprise des créations d'emplois permettrait de nouveau un repli du chômage, avec 40 000 demandeurs d'emploi en moins. Il pourrait être renforcé par la prolongation du dispositif de départ en préretraite au-delà de l'échéance de la fin 1996, et par son ouverture aux salariés âgés de moins de 58 ans. Mais, encore incertaine dans l'attente des premiers bilans, cette éventualité n'a pas été intégrée à la prévision.

Achévé de rédiger le 29 mars 1996

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

	Trimestres												Années		
	1995				1996				1997				1995	1996	1997
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole, niveau en dollars ¹	16,9	18,1	16,2	17,0	18,6	18,0	16,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	17,1	16,9	15,0
Taux de change ¹															
1 \$ = ... DM	1,48	1,40	1,43	1,42	1,47	1,47	1,49	1,50	1,52	1,53	1,55	1,55	1,43	1,48	1,54
1 \$ = ... yen	96	84	84	101	106	105	107	108	109	110	110	110	94	107	110
1 £ = ... DM	2,34	2,23	2,25	2,22	2,25	2,23	2,24	2,25	2,28	2,33	2,33	2,33	2,26	2,24	2,31
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, % ¹															
Etats-Unis	5,7	5,6	5,4	5,3	5,0	5,0	4,9	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,5	5,0	5,0
Japon	2,0	1,2	0,6	0,2	0,3	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,0	0,6	0,7
Allemagne	5,1	4,6	4,4	4,0	3,4	2,8	2,8	2,8	2,8	3,0	3,0	3,0	4,5	3,0	3,0
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % ¹															
Etats-Unis	7,5	6,6	6,3	5,9	5,9	6,1	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,6	6,0	6,0
Japon	4,4	3,3	3,0	2,9	3,1	3,2	3,5	3,7	3,9	4,0	4,0	4,0	3,4	3,4	4,0
Allemagne	7,4	6,9	6,7	6,3	6,2	6,2	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,8	6,1	6,0
Prix à la consommation ²															
Etats-Unis	3,0	3,5	1,9	1,9	2,6	2,8	3,0	3,0	2,6	2,6	2,8	3,0	2,7	2,6	2,8
Japon	-0,6	-0,9	0	-0,4	0,6	-0,4	0	0	0	2,0	0,8	0	-0,1	0	0,5
Allemagne de l'Ouest	1,2	2,2	1,8	1,2	1,0	1,2	3,2	1,2	3,2	1,2	1,2	1,2	1,8	1,5	1,9

	Trimestres												Années		
	1995				1996				1997				1995	1996	1997
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Cours des matières premières industrielles en \$ ³	6,0	1,4	-1,7	0,1	-4,6	-2,0	0	1,0	3,0	3,0	2,0	2,0	19,5	-6,2	7,2
Importations de produits manufacturés en volume cvs ³															
OCDE	4,4		2,6		1,8		3,3		3,3		3,3		9,9	4,8	6,7
PVD	4,4		3,5		4,3		4,4		4,2		4,3		9,3	8,5	8,7
Europe de l'Est	7,5		5,5		4,6		5,9		5,3		5,1		10,9	10,6	11,1
Total monde	4,4		2,9		2,4		3,6		3,5		3,6		9,8	5,7	7,2
Total monde dans l'optique France	3,3		2,9		1,8		3,3		3,3		3,4		8,3	5,0	6,8
Solde des balances courantes, cvs, en milliards de \$															
Etats-Unis	- 82		- 71		- 78		- 68		- 69		- 73		- 153	- 146	- 142
Japon	62		50		33		28		28		31		112	61	59
Allemagne	-6,0		-11,4		-4,8		-4,7		-3,3		-3,2		-17,4	-9,5	-6,5

1. Moyenne sur la période.

2. Période / période précédente, cvs, rythme annuel, en %.

3. 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 1992 avec pondérations enchaînées)	Niveau en 1994	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent *											
	Unité : milliards de dollars de 1992 chaînés	1994		1995		1996		1997		1994	1995	1996	1997
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	4 471,2	1,5	1,5	1,0	1,2	0,5	0,9	1,2	1,1	3,0	2,4	1,6	2,1
Consommation publique	1 259,9	-1,0	1,4	-0,4	-0,5	-0,4	0,3	0	0	-0,1	0,1	-0,5	0,2
FBCF totale	921,0	5,5	4,3	3,0	2,1	2,2	1,9	2,3	2,5	10,1	6,3	4,3	4,5
dont : Logement	269,0	7,5	1,0	-3,4	1,0	0,7	0,1	0,6	1,5	10,8	-2,4	1,2	1,4
Hors logement	652,1	4,7	5,7	5,6	2,5	2,8	2,6	2,8	2,9	9,8	9,9	5,4	5,7
Exportations de biens et services	715,1	4,1	6,6	3,0	3,9	3,8	2,6	2,3	2,4	8,3	8,3	7,2	4,9
Importations de biens et services	823,3	6,1	6,1	4,2	1,2	1,8	3,1	3,1	3,1	12,0	7,9	4,0	6,3
Variations des stocks en milliards de dollars de 1992 chaînés	58,9	28,5	30,4	21,3	13,4	7,5	10,0	12,5	12,5	58,9	34,7	17,5	25,0
PIB	6 604,2	1,8	1,9	0,6	1,1	0,6	0,9	1,1	1,0	3,5	2,1	1,6	2,0
Prix à la consommation		1,3	1,4	1,4	1,1	1,2	1,5	1,4	1,4	2,6	2,7	2,6	2,8
Solde courant en % du PIB		-2,0	-2,4	-2,3	-2,0	-2,1	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-2,1	-1,9	-1,8

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

Sources : Département du commerce américain, prévisions OFCE.

III. Allemagne ¹

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1991)	Niveau en 1994	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent *											
	Unité : milliards de DM 1991	1994		1995		1996		1997		1994	1995	1996	1997
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	1 696,4	-0,4	0,7	1,4	0,3	0,6	1,0	0,7	0,9	0,9	1,9	1,3	1,7
Consommation publique	585,2	0,9	0,1	1,5	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,6	2,2	1,8	1,6
FBCF totale	667,1	2,9	3,4	0,2	-0,4	-2,2	2,2	0,4	0,1	4,5	1,7	-1,3	1,6
dont : Equipement	250,7	-0,5	3,8	0,4	0,2	-2,7	1,4	2,1	2,4	-0,9	2,4	-1,9	4,1
Bâtiment	416,4	5,1	3,2	0,1	-0,8	-1,9	2,0	-0,6	-1,4	8,0	1,3	-0,9	0
Exportations de biens et services	738,0	5,8	3,1	0,7	3,7	1,4	1,7	3,0	3,2	8,0	4,1	4,1	5,5
Importations de biens et services	752,7	4,1	4,4	-0,2	1,9	0,5	2,3	2,2	2,2	7,4	2,9	2,6	4,5
Variations des stocks et erreurs en milliards de DM de 1991	28,0	9,1	18,9	15,3	10,9	2,5	14,0	15,0	14,0	28,0	26,2	16,5	29,0
PIB	2 962,0	1,7	1,6	1,1	0,4	-0,3	1,8	0,9	0,9	3,0	2,1	0,9	2,3
Prix à la consommation		1,3	1,2	0,7	1,0	0,6	1,1	1,1	0,7	2,6	1,8	1,6	2,0
Solde courant en % du PIB		-0,5	-1,6	-0,5	-0,9	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-1,1	-0,7	-0,4	-0,3

* A l'exception de la ligne « variations 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 1990)	Niveau en 1994	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent *											
	Unité : milliards de yens de 1990	1994		1995		1996		1997		1994	1995	1996	1997
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	268 466	0,6	1,1	0,2	1,7	1,3	1,2	1,4	0,9	1,8	1,6	2,7	2,4
Consommation publique	40 461	2,1	-0,4	2,4	0	1,1	1,0	0,8	0,5	2,2	2,2	1,6	1,5
FBCF totale	135 138	-0,1	-0,9	-0,9	2,3	4,5	1,7	0,5	0,3	-0,8	-0,2	6,6	1,5
dont : Logement	24 298	2,7	3,6	-4,5	-5,6	9,7	2,5	1,8	0,8	9,1	-5,5	7,9	3,4
Privée productive	70 379	-3,0	-0,7	1,8	0,2	2,0	2,4	2,1	1,6	-6,0	1,5	3,3	4,1
Publique	40 461	3,3	-3,9	-3,4	11,1	5,9	0,1	-1,8	-2,0	3,7	-0,1	11,6	-2,7
Exportations de biens et services	53 882	3,8	2,9	3,0	0,7	1,1	2,6	2,9	3,2	4,5	4,9	2,8	5,9
Importations de biens et services	44 914	5,0	5,3	6,1	8,4	6,8	3,6	3,2	2,5	9,0	13,4	13,1	6,3
Variations des stocks en milliards de yens de 1985	21	-180	201	408	1 496	200	200	425	625	21	1 903	400	1050
PIB	454 673	0,4	0,3	-0,1	1,4	1,0	1,2	1,2	0,9	0,5	0,7	2,3	2,2
Prix à la consommation		0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,2	0,4	0,7	-0,1	0	0,5
Solde courant en % du PIB		2,9	2,6	2,2	2,1	1,4	1,2	1,2	1,4	2,8	2,1	1,3	1,3

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

Sources : E.P.A., prévisions OFCE.

V. Royaume-Uni

Equilibre des biens et services en volume (aux prix de 1990)	Niveau en 1994	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent (*)											
	Unité : millions de livres de 1990	1994		1995		1996		1997		1994	1995	1996	1997
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages	358 230	1,3	1,1	1,2	1,4	1,3	1,4	1,4	1,5	2,8	2,4	2,7	2,9
Consommation publique	118 304	1,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,2	0,3	0,4	1,9	0,6	0,7	0,6
FBCF totale	99 532	3,6	-1,4	2,0	-0,3	2,1	2,2	2,3	2,3	3,1	1,2	3,1	4,6
dont : Logement	20 153	4,7	-4,3	3,9	-4,0	-2,6	0,3	2,8	3,5	3,9	-0,5	-4,4	4,7
Hors logement	79 379	3,3	-0,7	1,6	0,7	3,2	2,7	2,2	2,0	2,9	1,6	4,9	4,5
Exportations de biens et services	154 937	5,0	4,9	1,7	3,3	2,9	2,5	2,8	2,7	9,1	5,9	5,9	5,5
Importations de biens et services	161 867	2,5	2,8	0,5	4,2	2,1	2,7	3,0	3,3	5,3	4,0	5,6	6,1
Variations des stocks en millions de livre de 1990		- 200	2 593	1 609	2 109	400	50	300	1 100	2 393	3 718	450	1 400
PIB optique dépenses	571 529	2,1	2,0	1,1	0,8	0,9	1,1	1,4	1,5	4,0	2,6	1,8	2,7
Prix à la consommation		1,2	1,0	1,7	1,2	1,2	1,2	1,5	1,6	2,4	2,8	2,4	2,9
Solde courant en % du PIB		-0,5	-0,1	-0,6	-0,7	0,6	0,7	0,8	0,8	-0,3	-0,7	-0,6	-0,8

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

Sources : CSO, prévisions OFCE.

VI. Résumé des prévisions pour l'économie française

	1995	1996	1997
<i>En % de variation aux prix de 1980 :</i>			
PIB	2,4	1,0	2,5
Importations	4,4	2,5	5,9
Consommation des ménages	2,0	1,5	2,3
Investissement total	2,5	2,4	3,2
dont :			
• entreprises	4,0	4,9	6,3
• ménages	2,2	0,7	0
• autres	- 0,7	- 1,9	- 1,8
Exportations	6,0	3,3	5,7
Contribution des stocks à la croissance en %	- 0,2	- 0,7	0,7
Demande intérieure totale	2,0	0,7	2,6
Demande intérieure hors stocks	2,2	1,5	1,9
<i>Compte des ménages, en termes réels %</i>			
Salaires bruts (1)	2,2	0,7	1,9
Salaires nets (1)	2,0	0,6	1,9
Prestations sociales	1,6	3,1	2,3
Excédent d'exploitation	3,2	1,4	2,9
Prélèvements sociaux et fiscaux	2,2	2,2	2,0
Revenu disponible (1)	2,6	1,1	2,4
Taux d'épargne (1)	13,5	13,1	13,1
<i>Prix à la consommation en glissement %</i>			
<i>en moyenne %</i>	2,0	1,2	1,2
	1,8	1,6	1,2
<i>Compte des sociétés, en %</i>			
Taux de marge	33,1	33,1	33,7
Taux d'épargne	19,7	19,5	20,2
Taux d'investissement	16,5	17,2	17,8
Taux d'autofinancement	119,3	113,6	113,2
<i>En milliards de francs</i>			
Solde commercial (FAB/FAB) (2)	104,5	117	120
dont :			
• industrie (FAB/CAF)	67,3	81	84
• énergie (FAB/CAF)	- 58,9	- 62	- 64
• agro-alimentaire (FAB/CAF)	51,1	51	51
Balance des paiements courants	84,5	87	90
• en % du PIB	1,1	1,1	1,1
<i>Emploi salarié (3), en glissement annuel %</i>			
dont :			
• industrie	1,1	0,3	1,3
• bâtiment	0,3	- 1,2	0,7
• tertiaire	- 2,8	- 2,1	- 1,2
Emploi total, en glissement annuel % (3)	2,0	1,5	2,0
Chômage en fin d'année (en millions) (4)	0,6	0,1	0,8
Taux de chômage en fin d'année (%) (4)	3,282	3,360	3,320
	11,7	12,0	11,7
Taux de change DM/F	3,48	3,42	3,42
Taux de change \$/F	4,99	5,06	5,27
Taux d'intérêt à court terme % (5)	6,6	3,9	3,5
Taux d'intérêt à long terme % (6)	7,5	6,5	6,3

(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) La prévision a été faite à champ géographique constant, compte non tenu de l'intégration des départements d'outre-mer aux statistiques douanières à partir de 1997. Cela dégradera l'excédent de 30 à 40 milliards de francs.

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

(4) 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.

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

(6) Taux de rendement des OAT 10 ans.

Sources : INSEE, prévisions OFCE, mars 1996.

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		
		1995				1996				1997				1995	1996	1997
		1995	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3			
Produit intérieur brut	3 758,6	0,7	0,2	0,2	-0,3	0,4	0	0,9	0,9	0,4	0,7	0,6	0,6	2,4	1,0	2,5
Importations	1 082,5	1,0	-0,4	1,6	-1,9	1,0	1,0	2,0	1,8	1,3	1,3	1,0	1,0	4,4	2,5	5,9
Consommation des ménages	2 259,0	0,3	1,3	-0,2	-0,3	1,7	-0,3	-0,3	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	2,0	1,5	2,3
Consommation des administrations	736,1	0,5	0,6	1,0	0,6	0	-1,0	0	0	-0,5	0	0	0	2,2	0,3	-0,8
FBCF totale	768,4	1,1	-1,4	0,9	0,4	0,7	0,9	0,7	1,0	0,8	0,8	0,6	0,5	2,5	2,4	3,2
dont :																
• sociétés		1,7	-1,8	1,3	0,4	1,5	2,0	1,5	2,0	1,5	1,5	1,0	1,0	4,0	4,9	6,3
• ménages		1,8	-1,6	1,6	0,4	0	0	0	0	0	0	0	0	2,2	0,7	0
• autres ¹		-1,1	-0,1	-1,0	0,4	-0,5	-0,8	-1,0	-0,5	-0,5	0,3	0	0	-0,7	-1,9	-1,8
Exportations	1 083,1	2,6	-0,1	-0,4	-1,4	2,5	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5	1,0	1,0	6,0	3,3	5,7
Variation des stocks en milliards ²	- 5,5	1,4	-3,6	0,7	-4,0	-15	-14	-4	0	-2	-2	-2	-2	-5,5	-33	-8
Demande intérieure totale	3 758,0	0,2	0,1	0,7	-0,5	0	-0,1	1,0	1,1	0,3	0,7	0,6	0,5	2,0	0,7	2,6
Demande intérieure hors stocks	3 763,5	0,5	0,6	0,3	0	1,2	-0,2	0	0,6	0,5	0,7	0,6	0,5	2,2	1,5	1,9

<

prévision

>

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

2. Milliards de francs de 1980. La contribution des stocks à la croissance du PIB est de : + 1,7 % en 1994, - 0,2 % en 1995, - 0,7 % en 1996, + 0,7 % en 1997.

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

VIII. Prix de détail et taux de salaire horaire

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1995				1996				1997				1995	1996	1997
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Glissement des prix	0,9	0,2	0,6	0,3	0,7	0,2	0,1	0,2	0,7	0,4	0,0	0,1	2,0	1,2	1,2
Moyenne des prix	0,5	0,5	0,3	0,6	0,5	0,5	- 0,1	0,4	0,4	0,5	0,0	0,3	1,8	1,6	1,2
Glissement du taux de salaire horaire	0,7	1,0	0,2	0,6	0,6	0,7	0,2	0,4	0,6	1,0	0,4	0,3	2,4	1,9	2,2

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

< prévision >

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

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1995				1996				1997				1995	1996	1997
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Effectifs	0,3	0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	0	0,2	0,2	0,2	0,3	-0,8	-0,1
Production	1,0	-1,3	0,2	-0,9	-1,0	-1,0	2,0	1,5	1,2	1,0	1,0	1,0	3,1	-1,3	4,6
Productivité	0,7	-1,7	0,3	-0,8	-0,7	-0,6	2,3	1,7	1,2	0,8	0,8	0,8	2,8	-0,5	4,7

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

< prévision >

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

En %

	Taux de croissance trimestriels												Années		
	1995				1996				1997				1995	1996	1997
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Industrie	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	-1,2	0,7
Bâtiment	-0,3	-0,3	-0,6	-1,6	-0,5	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-2,8	-2,1	-1,2
Tertiaire	0,5	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0	1,5	2,0
Ensemble	0,3	0,5	0,2	0	0	0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,1	0,3	1,3

1. Secteurs privés hors agriculture.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

XI. Eléments du compte des ménages

En %

	Taux de croissance trimestriels												Moyennes annuelles		
	1995				1996				1997				1995	1996	1997
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4			
Salaires bruts (1) (2)	0,7	0,9	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,7	0,6	0,9	0,4	2,2	0,7	1,9
Salaires nets (1) (2)	0,6	0,9	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,7	0,6	0,9	0,4	2,0	0,6	1,9
Prestations sociales (1)	-0,3	1,0	1,7	-0,5	0,9	0,9	1,2	0,5	-0,2	1,1	0,9	0,4	1,6	3,1	2,3
Revenu disponible réel (1) (2)	0,2	1,3	0,5	-0,6	0,3	-0,1	0,9	0,7	0,3	0,7	0,7	0,7	2,6	1,1	2,4
Taux d'épargne (2)	13,3	13,3	13,9	13,6	12,5	12,7	13,7	13,7	13,3	13,1	13,1	13,1	13,5	13,1	13,1

< 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 %

	1995				1996				1997				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1995	1996	1997
A court terme (1)	6,6	7,5	6,1	6,1	4,5	4,0	3,7	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	6,6	3,9	3,5
A long terme (2)	8,0	7,6	7,4	7,1	6,6	6,5	6,5	6,5	6,3	6,3	6,3	6,3	7,5	6,5	6,3

<

prévision

>

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

(2) Taux de rendement des OAT (10 ans).

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

XIII. Taux de change

En %

	1995				1996				1997				Moyennes annuelles		
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1995	1996	1997
Dollar-franc	5,16	4,91	4,95	4,93	5,01	5,03	5,10	5,13	5,20	5,23	5,30	5,30	4,99	5,06	5,27
Mark-franc	3,49	3,52	3,46	3,46	3,43	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,48	3,42	3,42

<

prévision

>

Sources : Banque de France, prévisions OFCE.