

Perspectives de l'économie française en 1994 et 1995 *

Division modèle-trimestriel Mosaïque du département d'économétrie de l'OFCE

Cet article présente les perspectives de croissance de l'économie française à l'horizon 1995. La reprise est désormais bien engagée en Europe continentale, où les enquêtes sur les opinions des chefs d'entreprise font état d'un redressement de la demande étrangère comme intérieure. Ces perspectives de demande conduisent à anticiper une reprise de l'investissement, qui serait le principal moteur de la croissance en 1995. En France, le PIB croîtrait de 2 % en 1994 et de 3,1 % l'année suivante. Cette croissance serait non inflationniste (1,7 % d'augmentation des prix à la consommation en 1995), et la balance commerciale, comme celle des paiements courants, demeurerait excédentaires. La croissance ne serait cependant pas assez forte pour réduire significativement le nombre de chômeurs, qui atteindrait près de 3,5 millions à la fin 1995.

La reprise est cependant fragile. Elle suppose que les autorités monétaires européennes poursuivent leur politique de baisse de taux d'intérêt, malgré l'accroissement des taux d'utilisation des capacités de production. Elle suppose aussi que les autorités budgétaires ne cherchent pas à réduire trop rapidement les déficits publics, mais se contentent d'enregistrer les recettes fiscales dues à la croissance.

La reprise est bien engagée en France et en Europe...

Les résultats de la dernière enquête de conjoncture européenne sont particulièrement favorables. Dans tous les pays, les indices de reprise sont nets. L'opinion des chefs d'entreprises industrielles sur l'évolution de la demande, qui s'améliorait régulièrement depuis le milieu de l'année 1993, est maintenant franchement positive, qu'il s'agisse de la demande étrangère ou de la demande globale. En Allemagne, le niveau de confiance sur l'évolution de la demande est voisin des sommets atteints en

* Cette prévision a été réalisée au département d'économétrie, dont le directeur est Pierre-Alain Muet, par une équipe animée par Gérard Cornilleau, et composée de Andrew Brociner, Loïc Cadiou, Eric Confais et Catherine Mathieu. Elle est calée sur les comptes trimestriels de l'INSEE du 1^{er} trimestre 1994 en volume. Elle intègre les informations conjoncturelles connues au 24 juin 1994.

1988-1989. L'amélioration de l'opinion des industriels européens est particulièrement nette dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement, mais elle est également sensible dans les biens de consommation, dans la plupart des pays. La réalité de la reprise est confirmée par l'évolution des tensions sur les capacités de production qui, après s'être stabilisées au milieu de 1993, remontent franchement depuis le début de 1994. En Allemagne, le taux d'utilisation des équipements gagne ainsi pratiquement deux points au cours du premier trimestre et en Belgique un point. Seule la Grande-Bretagne qui est entrée beaucoup plus tôt dans une phase de reprise et où la croissance est déjà bien établie, connaît des évolutions conjoncturelles moins prononcées.

En France, le creux de la récession a été atteint au premier trimestre de l'année 1993. L'économie a ensuite tourné au ralenti, notamment à cause des ajustements de stocks industriels. La reprise s'affirme au premier trimestre de 1994, avec une croissance de près de 3 % de la production industrielle. Les indicateurs conjoncturels sont maintenant orientés à la hausse avec un retour rapide de l'optimisme des chefs d'entreprises et des ménages.

... malgré les convulsions des marchés financiers

Alors que la situation de l'économie réelle s'améliore, les marchés financiers ont connu un début d'année difficile. Le retournement de la situation a été suscité par la hausse des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis, décidée par la Réserve fédérale. Compte tenu de l'évolution conjoncturelle américaine, cette décision pouvait être justifiée, même s'il semble qu'elle exagérât les risques de surchauffe et d'inflation. La hausse des taux américains a perturbé les marchés et partiellement inversé les anticipations de baisse des taux en Europe. Ce retournement, qui s'est traduit par une hausse simultanée des taux longs aux Etats-Unis et en Europe, a fait naître la crainte que la reprise européenne n'avorte en raison des tensions nouvelles sur les taux d'intérêt.

Si la remontée des taux longs américains est cohérente dans cette phase du cycle, celle des taux européens a un caractère largement spéculatif, fondé sur l'anticipation par les marchés d'un arrêt de la baisse des taux courts. Elle pourrait être partiellement corrigée dans les mois à venir si, comme nous le supposons dans cette prévision, la baisse des taux courts se poursuivait en Allemagne. Selon nos estimations économétriques, les taux à court terme allemands descendraient jusqu'au voisinage de 4 % à la mi-1995 (voir annexe). En conséquence, les taux longs reviendraient à des niveaux plus cohérents avec la situation réelle de l'économie européenne qui devrait connaître, pendant plus d'un an au moins, une assez forte croissance, sans inflation. Compte tenu du différentiel de taux d'intérêt, le dollar remonterait alors aux alentours de 6 francs. Avec le maintien d'une légère prime de risque, les taux d'intérêt français à court terme pourraient baisser jusqu'à 4,5 % au milieu de l'année prochaine, et les taux longs revenir assez rapidement à 7 %.

1. Equilibres ressources-emplois en biens et services marchands (aux prix de 1980)

	Niveau (Mds F80)	Taux de croissance trimestriels en %						Taux de croissance annuels en %		
		1993	1993.3	1993.4	1994.1	1994.2	1994.3	1994.4	1993	1994
PIB marchand	3 009,6	0,2	- 0,1	0,5	1,2	0,7	0,8	- 1,4	2,0	3,1
Importations	984,5	0,5	- 0,9	1,1	0,6	2,6	2,4	- 3,1	3,1	7,8
Consommation des ménages	2 141,5	0,6	- 0,1	- 0,0	0,9	0,7	0,6	0,7	1,7	2,1
Consommation nette marchande des administrations	234,7	- 0,0	0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,8	0,4
FBCF totale, dont :	741,3	0,5	- 0,6	- 0,4	1,4	1,4	1,7	- 5,1	1,4	6,7
• entreprises	383,2	- 0,2	- 1,5	- 0,2	1,0	1,4	1,7	- 8,6	0,2	7,5
• ménages	193,9	2,0	0,4	- 1,7	2,9	2,0	2,5	- 3,7	3,2	8,6
• administrations	145,0	0,1	0,0	0,9	0,6	0,6	0,6	2,9	2,1	2,5
Exportations	984,3	2,9	0,3	- 1,8	1,1	1,7	1,8	0,1	2,3	6,3
Variations de stocks (milliards de F 1980)	- 41,5	- 15,2	- 17,0	- 5,4	- 5,6	- 4,4	- 3,4	- 41,5	- 18,8	- 6,1
Produits manufacturés										
• Production	1 587,7	- 0,6	- 1,6	2,6	2,7	1,0	1,0	- 5,1	4,0	4,4
• Importations	608,0	- 0,2	0,5	1,6	2,1	2,7	2,8	- 5,5	5,5	9,1
• Exportations	590,4	1,3	0,1	0,5	2,3	2,6	2,6	- 3,0	5,1	8,5
• Variations de stocks (milliards de F 1980)	- 34,6	- 11,8	- 11,5	- 4,6	- 0,7	- 0,2	0,3	- 34,6	- 5,2	4,6

2. Quelques résultats significatifs

	1993.3	1993.4	1994.1	1994.2	1994.3	1994.4	1993		1994		1995	
	Evolutions trimestrielles						MA	GA	MA	GA	MA	GA
Effectifs salariés** (en %)	- 0,4	- 0,2	- 0,1	- 0,0	0,1	0,2	- 2,2	- 2,0	- 0,6	0,2	0,8	0,9
dont industrie (en %)	- 1,3	- 0,9	- 0,7	- 0,2	- 0,1	- 0,0	- 4,5	- 4,7	- 2,5	- 1,0	- 0,1	0,0
Demandes d'emplois non satisfaites (en millions)	3,21	3,29	3,31	3,33	3,35	3,37	3,16	3,29*	3,34	3,37*	3,41	3,46*
Prix à la consommation***(en %)	0,2	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	2,1	2,1	1,8	1,9	1,7	1,5
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,7	0,7	0,5	0,7	0,7	0,7	2,5	2,3	2,5	2,5	2,6	2,4
<i>Ménages</i>												
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,3	- 0,6	0,4	0,2	0,7	0,2	1,0	- 0,8	0,7	1,5	1,1	0,6
Taux d'épargne (en points)	13,9	13,5	13,8	13,5	13,6	13,3	14,1	13,5*	13,5	13,3*	12,8	12,5*
Taux d'épargne financière (en points)	5,8	5,3	5,7	5,4	5,4	5,0	6,1	5,4*	5,4	5,0*	4,2	3,8*
<i>Entreprises</i>												
Excédent brut d'exploitation / VA (en points)	41,1	41,1	41,3	41,6	41,7	41,7	41,1	41,1*	41,6	41,7	41,7	41,8
Taux d'autofinancement**** (en points)	108,7	110,4	117,0	122,4	125,0	126,8	107,1	110,4*	122,8	126,8*	124,2	123,4*
<i>Administrations</i>												
Capacité de financement / PIB total (en points)	—	—	—	—	—	—	- 5,9	—	- 5,9	—	- 5,4	—
Taux de prélèvement obligatoire (en points)	40,7	40,2	39,9	39,8	39,8	39,7	40,2	—	39,8	—	40,4	—
Taux d'intérêt du marché monétaire (en points)	8,2	6,8	6,4	5,8	5,2	4,8	8,7	6,8*	5,5	4,8*	4,5	4,5*

Notes : MA = moyenne annuelle ; GA = glissement annuel.

* niveau du 4^{ème} trimestre ; ** hors administrations et institutions financières ; *** indice INSEE 265 postes ; **** épargne brute / FBCF.

3. Hypothèses d'environnement international et soldes extérieurs

	Evolutions trimestrielles						Moyennes annuelles		
	1993.3	1993.4	1994.1	1994.2	1994.3	1994.4	1993	1994	1995
Demande de produits manufacturés adressée à la France (en %)	0,9	1,1	1,4	1,6	1,6	1,6	- 2,5	5,0	7,0
Prix des concurrents en devises (en %)	0,7	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6	1,8	1,6
Prix des importations d'énergie en \$ (en %)	- 8,7	- 3,4	- 5,5	6,5	1,3	2,1	- 10,5	- 6,9	11,1
Taux de change									
• \$ / DM	1,68	1,68	1,72	1,67	1,72	1,76	1,66	1,72	1,76
• DM / FF	3,46	3,47	3,40	3,41	3,40	3,40	3,42	3,40	3,40
• \$ / FF	5,81	5,84	5,86	5,73	5,85	6,00	5,66	5,86	6,00
Prix des importations en francs (en %)	0,7	0,3	- 1,3	1,2	0,4	0,8	- 1,9	0,2	2,2
Prix des exportations en francs (en %)	- 0,5	0,6	- 0,6	0,0	0,4	0,6	- 1,1	- 0,2	1,5
Solde des biens et services * (Mds de FF)	41,8	47,5	38,1	35,9	33,1	31,0	152,6	138,1	116,7
Solde des marchandises CAF-FAB (Mds de FF)	11,8	14,0	7,8	7,9	5,5	2,9	34,1	24,3	- 3,7
Capacité de financement de la Nation (Mds de FF)	—	—	—	—	—	—	68,3	65,3	37,0

Note : * Au sens de la Comptabilité Nationale, y compris tourisme.

Sources : INSEE, Comptes Trimestriels ; prévisions OFCE modèle MOSAÏQUE à partir de 1994.2 (volumes) ou 1994.1 (valeurs).

Un environnement international favorable

Au cours des derniers mois, les perspectives de croissance pour 1994 de nos principaux partenaires commerciaux ont été révisées en hausse. C'est en particulier le cas pour l'Allemagne et la plupart des pays de l'Union européenne, ainsi que pour les Etats-Unis (près de 4 % au lieu de 3) et le Japon. Ces révisions résultent pour l'essentiel d'une évolution de la consommation des ménages plus soutenue que prévue. Cependant cette année, comme l'an dernier, les pays anglo-saxons — Etats-Unis et Royaume-Uni — connaîtraient des croissances plus rapides que l'Europe continentale et le Japon. Ce n'est qu'en 1995 que les écarts de conjoncture entre les trois groupes de pays ne seraient plus significatifs.

Premiers à être entrés en récession, les Etats-Unis ont renoué avec la croissance depuis plus de deux ans, croissance non inflationniste, aidée par une utilisation des instruments de la politique économique bien adaptée à la situation conjoncturelle (politique monétaire accommodante et politique budgétaire mieux maîtrisée). Avec un acquis de 2,5 % au premier trimestre, la croissance devrait être de 4 % cette année. Elle serait à nouveau tirée en grande partie par l'investissement privé qui augmenterait de 13 %, soit encore plus qu'au cours des deux années passées, ainsi que, dans une moindre mesure, par la consommation et l'investissement-logement des ménages. La dégradation du solde extérieur serait limitée, la compétitivité des entreprises américaines — et la relative stabilité du dollar — leur permettant de répondre à la demande extérieure. La croissance ralentirait légèrement en 1995 (3 %).

L'économie japonaise s'est engagée lentement sur le chemin de la reprise grâce à des plans successifs de relance budgétaire, à une politique monétaire accommodante, et à l'assainissement de la situation financière des entreprises. C'est la demande interne qui devrait soutenir la croissance à l'horizon de cette prévision, la contribution du solde extérieur à la croissance restant négative, en raison de la forte appréciation passée du yen (12 % en 1993). La croissance serait proche de 1 % cette année et supérieure à 2 l'an prochain.

En Allemagne, après un recul du PIB de 1,3 % en 1993 (soit près de 2 % pour la seule Allemagne de l'Ouest), les perspectives de reprise sont de près de 2 % en 1994 et proches de 3 % en 1995 (respectivement 1,6 et 2,6 % pour la partie Ouest). La croissance devrait être tirée essentiellement par les exportations et par l'investissement. La croissance de 0,5 % du PIB de l'Allemagne de l'Ouest au premier trimestre 1994 (soit un acquis de 0,8 pour l'année) est plus forte que prévu mais doit être cependant relativisée. Elle résulte en effet pour partie de facteurs saisonniers favorables (forte production dans le secteur du BTP), et surtout d'une stabilité de la consommation des ménages, malgré l'augmentation de la fiscalité en début d'année. Il est probable que les ménages allemands n'aient puisé que de façon transitoire dans leur épargne au premier trimestre pour maintenir leur consommation, qui sera sans doute plus faible au deuxième trimestre. Avec la perspective des élections de

l'automne prochain, l'évolution de la politique budgétaire allemande est assez incertaine, mais sera probablement peu restrictive, voire neutre. La reprise serait facilitée par la poursuite de la baisse des taux d'intérêt de court terme, rendue possible par la réduction de l'inflation qui, de 3 % en glissement annuel en mai, devrait atteindre 2 % en 1995. Les autres pays européens devraient connaître des reprises d'ampleur similaire à celle de l'Allemagne, soutenues par les demandes intérieures et extérieures, le Royaume-Uni conservant un rythme de croissance de l'ordre de 2,8 %.

Au total, la croissance de nos principaux partenaires de l'OCDE ⁽¹⁾ serait de 2,5 % cette année et de près de 3 en 1995 (après 1,2 % en 1993). Pondérée par nos exportations, qui accordent un poids plus important aux pays européens, cette croissance serait de 2 % en 1994 et de 3 en 1995. La demande mondiale de produits manufacturés adressée à la France, en recul de 2,5 % en 1993 ⁽²⁾, progresserait de 5 % cette année et de 7 % l'an prochain, bénéficiant à la fois de la reprise des importations de nos principaux partenaires industriels et d'une demande soutenue des zones hors OCDE.

Les cours du pétrole, orientés à la baisse depuis le début 1993, ont connu une nette progression à partir de mars dernier. Ainsi, à la mi-juin, les cours ont retrouvé des niveaux comparables à ceux du début 1993 (soit près de 18 dollars pour le baril de Brent, contre moins de 14 dollars en mars dernier). Cette progression correspond partiellement à la constitution de stocks spéculatifs. Néanmoins, les cours du pétrole demeureraient sur une tendance haussière à l'horizon de la prévision. Ils seraient soutenus par la reprise de la croissance économique dans les pays industriels, dans l'hypothèse où l'offre resterait proche de son niveau actuel (le retour de la production irakienne et des productions plus élevées en mer du Nord pourraient cependant conduire à des prix plus bas). Les cours du Brent s'établiraient à 15,6 dollars en moyenne annuelle cette année et seraient proches de 18 dollars l'an prochain.

Croissance des exportations et des importations, réduction de l'excédent commercial

En 1993, le solde commercial français s'est encore amélioré. Le solde CAF-FAB est devenu excédentaire (de près de 42 milliards de francs, soit une augmentation de près de 62 milliards par rapport à 1992), l'excédent en données FAB-FAB approchant 90 milliards de francs. L'amélioration de l'excédent commercial a, en 1993, comme en 1992, concerné les trois

(1) Ces partenaires sont pour l'Union européenne : l'Allemagne, le Royaume-Uni, l'Italie, les Pays-Bas, la Belgique et l'Espagne, auxquels s'ajoutent pour l'OCDE : les Etats-Unis, le Japon et le Canada.

(2) L'analyse des chiffres du commerce extérieur demeure cependant délicate depuis la mise en place du nouveau système de comptabilisation des échanges commerciaux Intrastat entre les pays de l'UE.

principaux soldes : léger accroissement de l'excédent agricole (+ 3,5 milliards de francs par rapport à 1992), réduction de 10,5 milliards de francs du déficit énergétique, facilitée par la poursuite de la baisse des prix de l'énergie importée et, surtout, forte amélioration de l'excédent industriel (47 milliards d'excédent supplémentaire par rapport à 1992) (tableau 4).

4. Evolution du solde commercial

En milliards de francs

	1991	1992	1993	1994	1995
(1) Agro-alimentaire	44,4	53,2	56,7	45,9	37,1
(2) Energie	- 94,1	- 79,5	- 68,9	- 61,9	- 75,3
(3) Industrie	- 31,9	6,7	54,0	48,2	43,7
Solde CAF-FAB (1)+(2)+(3)	- 82,0	- 19,6	41,9	32,3	5,4
Solde FAB-FAB	- 30,1	31,0	89,8	83,1	61,6

Sources : Douanes, prévisions, OFCE modèle Mosaïque à partir de 1994.

Ce résultat, d'autant plus remarquable que l'excédent des échanges militaires s'est réduit, résulte d'une baisse des importations plus forte que celle des exportations (graphique 1). L'étude des facteurs explicatifs des importations de produits manufacturés à l'aide de l'équation du modèle Mosaïque, fait apparaître l'impact négatif de la demande intérieure depuis 1991, et particulièrement l'an passé (tableau 5). Le taux d'utilisation aurait quant à lui contribué à la baisse des importations depuis 1990. Par contre, la poursuite de la dégradation de la compétiti-

1. Importations et exportations de produits manufacturés



Source : INSEE, Comptes trimestriels.

vité-prix de nos importations (les prix d'importation étant plus faibles que les prix de production depuis 4 ans), ainsi qu'un terme temporel positif, traduisant l'ouverture des économies, auraient eu un impact positif sur les importations depuis quatre ans.

5. Facteurs explicatifs des importations de produits manufacturés

En %

	1989	1990	1991	1992	1993
Importations	9,9	6,2	1,8	0,9	-5,5
Importations simulées	9,7	6,6	1,5	1,6	-3,1
dont :					
• Effet demande	6,2	2,9	-0,9	-0,5	-5,9
• Effet taux d'utilisation	1,3	-0,8	-2,7	-1,7	-2,2
• Effet compétitivité	-1,4	0,9	1,6	0,4	1,7
• Effet terme temporel	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5

Sources : INSEE, comptes trimestriels, OFCE, modèle Mosaïque.

En 1993, le recul des exportations de produits manufacturés aurait été de l'ordre de 3 %, soit un peu plus que la baisse de la demande mondiale. La chute de la demande intérieure de nos partenaires de l'UE contribuerait à elle seule pour plus de 5 points à la baisse des exportations, selon l'équation du modèle Mosaïque (tableau 6). La demande des autres zones (OCDE hors UE et reste du monde) a par contre eu un impact favorable. La compétitivité-prix, qui intervient avec retard dans l'équation, a également contribué à la baisse des exportations l'an passé. Ceci est la conséquence des dévaluations de l'automne 1992.

6. Facteurs explicatifs des exportations de produits manufacturés

En %

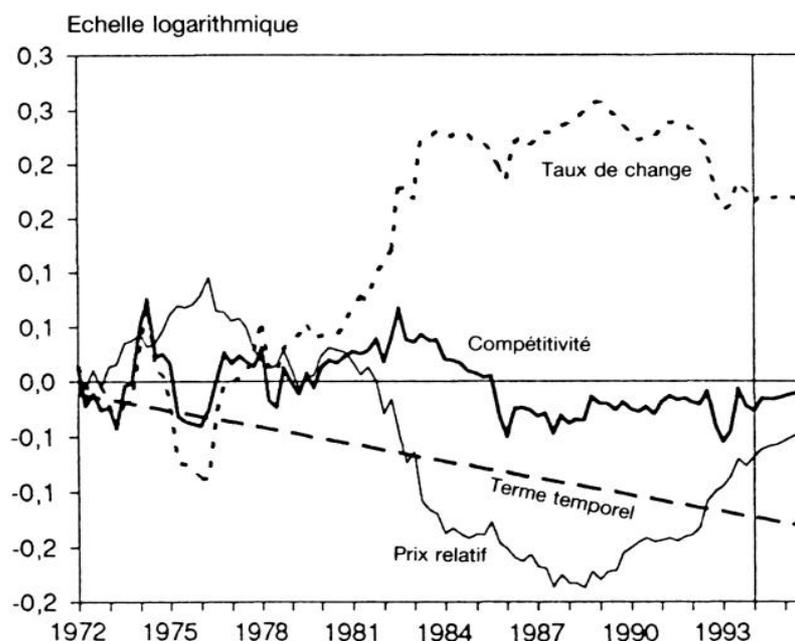
	1989	1990	1991	1992	1993
Exportations	10,1	5,5	4,3	4,7	-3,1
Exportations simulées	10,6	7,3	3,6	3,3	-3,5
dont :					
Effet demande	7,9	6,2	2,9	1,2	-4,1
• UE à neuf	4,1	3,8	1,1	-0,8	-5,6
• OCDE hors UE	1,4	0,5	-0,6	-0,2	0,2
• reste du monde	2,2	1,8	2,4	2,2	1,4
Effet compétitivité	1,1	-0,3	-0,7	0,7	-0,7
• UE à neuf	0,5	0,2	0,1	0,2	-0,7
• OCDE hors UE	0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,1
• reste du monde	0,4	-0,4	-0,5	0,3	0,1
Effet terme temporel	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Demande d'importations	9,6	6,5	5,9	3,9	-2,5

Sources : INSEE, comptes trimestriels, OFCE, modèle Mosaïque.

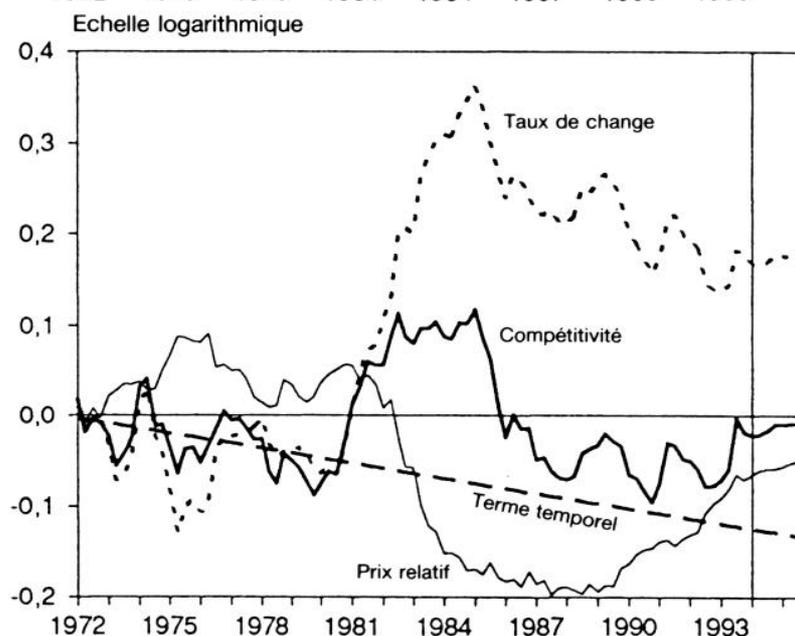
A l'horizon de cette prévision, les exportations de produits manufacturés, bénéficiant de gains de compétitivité-prix, progresseraient un peu plus rapidement que la demande mondiale adressée à la France. Les prix d'exportation français continueraient en effet à augmenter moins vite que ceux de nos concurrents, dans un contexte où les taux de change seraient pratiquement stables, à l'exception d'une légère appréciation du dollar au second semestre de 1994 (graphiques 2 a, b, c). Les importations industrielles seraient en forte croissance au cours des deux années (5,5 % cette année et environ 9 % l'an prochain), du fait de la reprise de la demande intérieure, et malgré une légère amélioration de la compétitivité-prix. Au total, le solde des échanges industriels en valeur se réduirait après le fort excédent de l'an passé (48 milliards en 1994 et 44 en 1995, après 54 milliards en données douanières CAF-FAB en 1993), ce qui refléterait la reprise de la croissance et non une dégradation de la position concurrentielle des entreprises françaises.

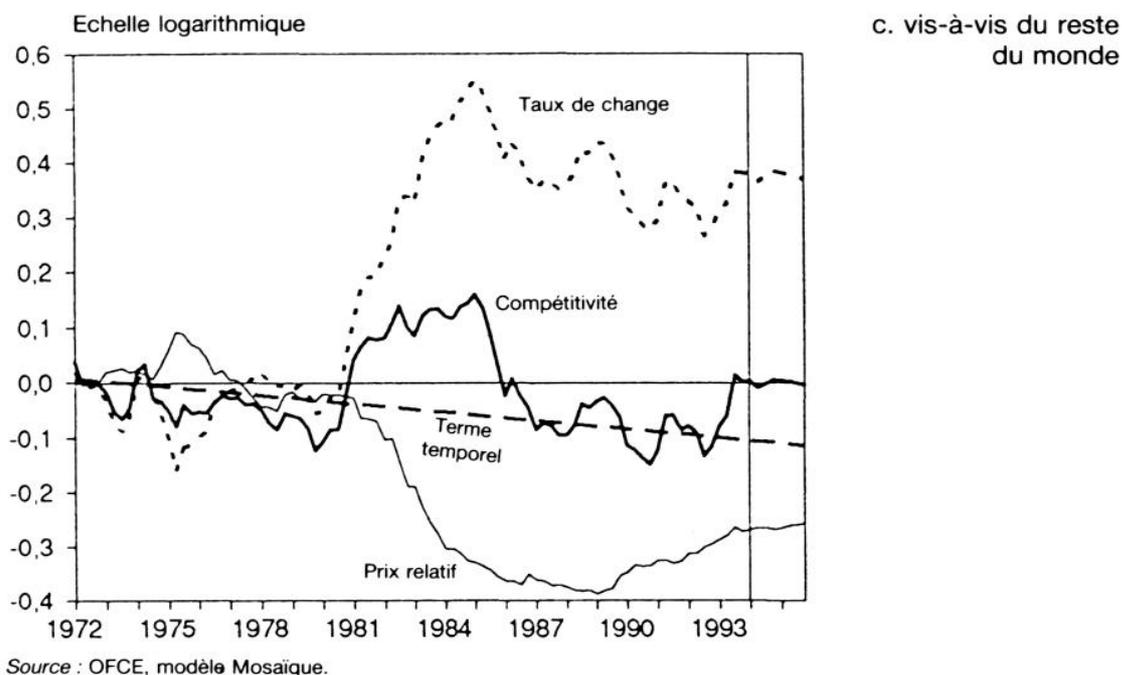
2. Déterminants de la compétitivité-prix à l'exportation par zones

a. vis-à-vis de l'UE



b. vis-à-vis du reste de l'OCDE





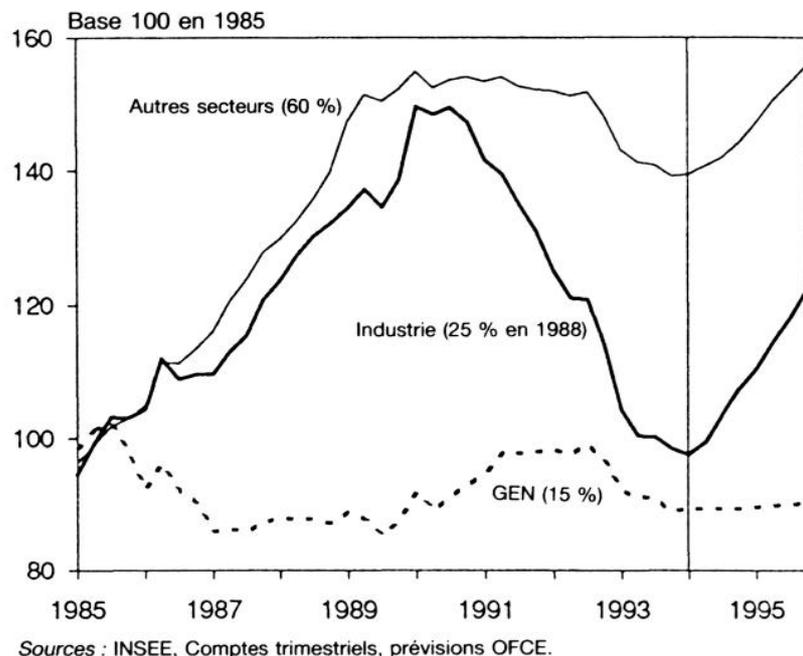
Le déficit énergétique, plus faible en 1994 du fait de la baisse des prix du pétrole en moyenne annuelle, se dégraderait en 1995 avec la remontée des prix. L'excédent agro-alimentaire s'éroderait un peu en raison de la dégradation des termes de l'échange (prix des exportations agricoles plus faibles avec la mise en œuvre de la PAC et remontée des prix des produits importés). Le solde des marchandises en données FAB-FAB serait excédentaire de 83 milliards de francs en 1994 et 61 en 1995, après 90 milliards en 1993. La capacité de financement de la Nation serait en très légère diminution cette année (soit environ 0,9 point de PIB), et de l'ordre de 0,5 l'an prochain, du fait de la réduction de l'excédent commercial.

La demande des entreprises en hausse...

Dans une assez large mesure, la demande des entreprises a été responsable de l'ampleur de la récession, même si elles n'en furent pas à l'origine, et que leur comportement fût normal. En 1993, les stocks et l'investissement furent les principales composantes de la baisse du PIB (avec des contributions respectives de - 1,5 et - 1,2 points). Comme nous l'avons noté dans notre prévision réalisée en décembre dernier, cette forte dépression de la demande des entreprises correspondait à l'ajustement des stocks et des capacités de production au recul de la demande. La récession était donc amplifiée par la phase transitoire d'ajustement. L'évolution des stocks depuis le début de l'année vient conforter cette analyse. En ce qui concerne les investissements, les prévisions des chefs d'entreprise, qui se sont retournées à la fin de 1993, vont dans le même sens : la croissance des investissements prévue dans l'industrie atteint 3 % en valeur pour 1994 dans la dernière enquête d'avril.

L'année 1994 devrait être marquée par une reprise de la croissance de la demande des entreprises, alors que les stocks ont atteint des niveaux proches de la normale dans certains secteurs, et que les capacités de production inutilisées vont continuer à se réduire du fait de l'augmentation de la production. La situation financière favorable devrait permettre une expansion rapide des investissements en 1995, alors que l'économie retrouverait une croissance voisine de sa tendance de moyenne période (3 % par an). L'augmentation des investissements en équipements atteindrait 14 % en moyenne annuelle en 1995 (graphique 3). Ce chiffre peut paraître élevé aujourd'hui. Il est toutefois nécessaire compte tenu du retard pris au cours de la récession. Ce retard est bien mis en évidence par la baisse des capacités de production inutilisées qui passeraient, dans l'industrie, en moyenne annuelle, de 20 % en 1993 à 17 en 1995.

3. Investissement des entreprises



Par les variations de stocks en 1994 et l'investissement en 1995, la demande des entreprises tirerait donc la reprise. Elle constituerait l'élément le plus dynamique de la demande globale. Par ses effets favorables sur l'emploi, la croissance induite permettrait le redémarrage de la demande des ménages. Un cercle vertueux s'enclencherait. Pour qu'il soit durable, il faudrait cependant qu'à terme, la demande des ménages, dont la contribution à la croissance est importante dès 1994 compte tenu de son poids relatif, accélère lorsque, après 1995, le cycle de l'investissement s'atténuera.

... devrait entraîner celle des ménages

Malgré l'évolution modérée des salaires nominaux, la légère reprise de l'emploi salarié en 1995 devrait permettre une progression de la masse

salariale réelle de 1,7 % en moyenne annuelle après 0,2 % en 1994. Les revenus de la propriété, qui ont vu leur part dans le revenu total augmenter fortement depuis 1990, devraient subir les effets de la baisse des taux d'intérêt et décroître en 1994 et 1995. Bien qu'en repli par rapport aux années 1992 et 1993, les prestations sociales devraient être encore l'élément le plus dynamique du revenu disponible, avec une croissance en volume de 2,5 % en 1994 et 2,9 % en 1995, ceci compte tenu des mesures de contrôle des dépenses de santé inscrites dans le plan Veil et de la reconduction du triplement de l'allocation de rentrée pour les deux années. Le déficit des régimes sociaux amènerait le gouvernement à augmenter les prélèvements sur les ménages sous forme d'une hausse de 1,6 point de la CSG au troisième trimestre de 1995. Au total, le revenu réel des ménages devrait croître de 0,7 % en 1994 et de 1,1 % en 1995 en moyenne annuelle, ce qui resterait modeste pour une période de reprise (tableau 7).

7. Contributions à la croissance du pouvoir d'achat du RDB des ménages

Moyenne annuelle, en %	1992	1993	1994	1995
Pouvoir d'achat du RDB dont :	2,2	1,0	0,7	1,1
• Salaires nets :	0,2	-0,4	-0,1	0,7
• Salaires bruts	0,5	-0,2	0,0	0,9
• Cotisations	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2
• Revenu des entrepreneurs individuels	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2
• Prestations sociales	1,3	1,5	0,9	1,1
• Impôts	-0,2	-0,3	-0,3	-0,7
• Revenus de la propriété	0,3	0,1	-0,2	-0,2
• Autres revenus	0,7	0,5	0,5	0,4

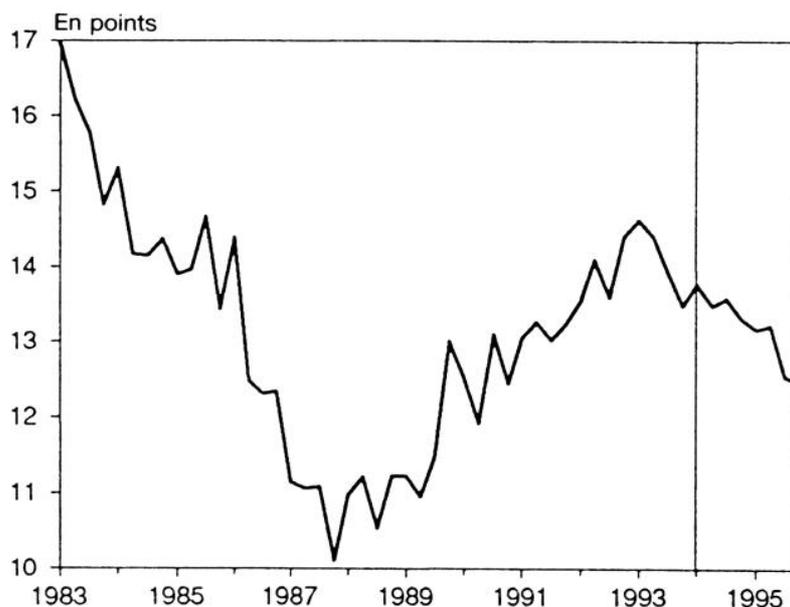
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE en 1994-1995.

La consommation ne peut alors afficher plus de dynamisme que si les ménages réduisent leur épargne. Or de 1990 à 1993, le taux d'épargne a augmenté de près de 2 points, au moment même où le ralentissement du revenu réel et la poursuite de la désinflation laissaient présumer une évolution contraire (graphiques 4 et 5). Parmi les hypothèses avancées pour expliquer le changement de comportement des ménages, certaines ne sont pas validées par l'économétrie. En particulier, les effets des taux d'intérêt et du patrimoine financier des ménages n'ont pu être mis en évidence. Seul l'impact du chômage apparaît franchement significatif. En période de forte dégradation du marché du travail, les ménages voient augmenter la probabilité de perdre leur emploi et de subir une baisse de revenu. Ils réagissent alors en constituant une épargne de précaution et en diminuant leur recours au crédit à la consommation. Ce comportement, déjà observé dans le passé, aura été plus marqué lors de cette récession. La surprise du redémarrage du chômage après une période de

stabilité et même de baisse entre 1987 et 1990, et son extension à des catégories jusque là épargnées (les cadres) peut expliquer cette sur-réaction.

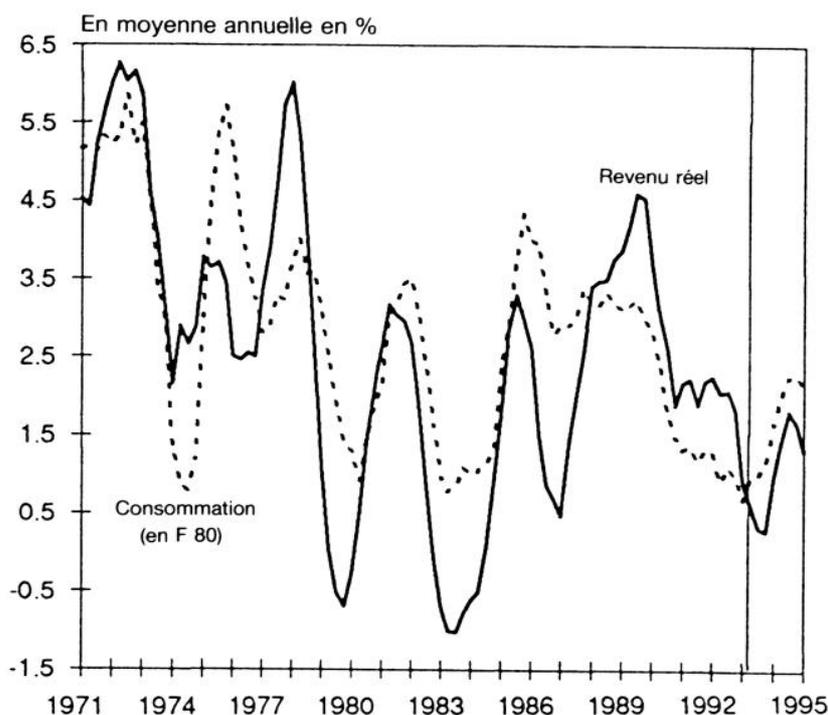
Aussi, en 1994 et 1995, la relative amélioration de la situation du marché du travail, associée à la poursuite du ralentissement de l'inflation, entraînerait une baisse du taux d'épargne de 0,7 point chaque année.

4. Taux d'épargne des ménages



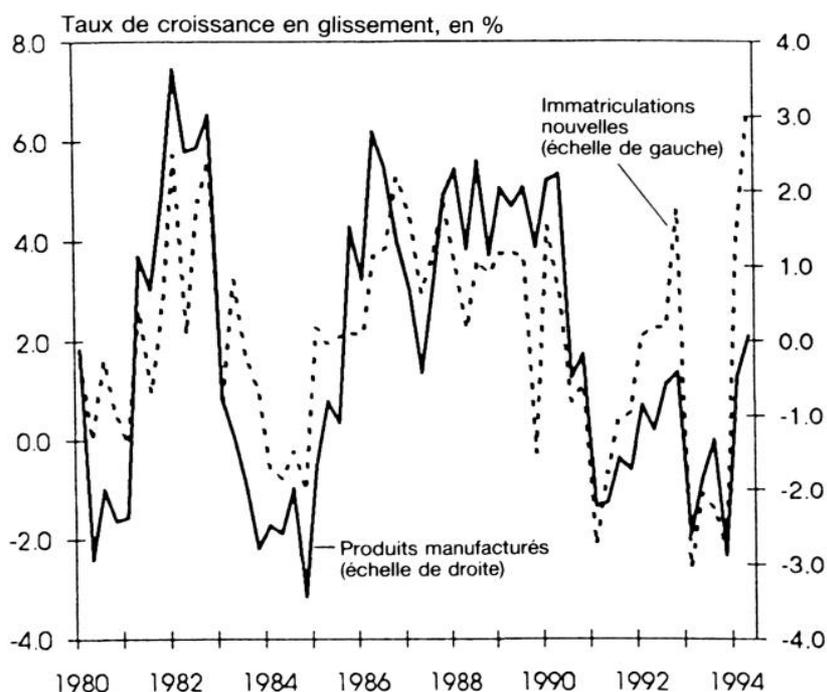
Sources : INSEE, Comptes trimestriels, prévisions OFCE.

5. Revenu et consommation des ménages



Sources : INSEE, Comptes trimestriels, prévisions OFCE.

Les effets de la prime gouvernementale pour le remplacement des voitures de plus de dix ans ont commencé à se faire sentir avec une croissance des immatriculations de voitures neuves de près de 20 % en avril 1994. Cette croissance brutale est d'amplitude comparable à la chute du début de l'année 1993 (- 26,5 % au premier trimestre), ce qui ramène le nombre d'immatriculations nouvelles en avril et en mai 1994 au niveau moyen de 1991 (graphique 6). Certains ménages ayant profité de la mesure et des réductions supplémentaires accordées par les constructeurs pour anticiper ce type de dépense, un ajustement à la baisse dans les mois qui viennent paraît inévitable. Il ne remettrait toutefois pas en cause le retournement de la consommation de produits manufacturés en 1994, avec une croissance de 1,7 % en moyenne annuelle après - 1,3 en 1993. En 1994, l'essentiel de la reprise de la consommation des ménages proviendrait de ce poste. Puis en 1995, les dépenses de services et d'énergie prendraient le relais. Ainsi, la consommation totale des ménages croîtrait au rythme de 2,1 % en 1995 après 1,7 en 1994 et 0,7 en 1993. Bien que favorisée par la baisse du taux d'épargne, cette reprise de la consommation ne serait pourtant pas suffisante pour assurer une croissance durable au delà de 1995.



Source : INSEE, comptes trimestriels.

6. Consommation de produits manufacturés et immatriculations de voitures neuves

Après la nette reprise de la seconde moitié des années quatre-vingt due principalement à la croissance du revenu par tête, l'investissement-logement des ménages a décliné à partir de 1989, précédant d'un an le ralentissement de la consommation. Cette baisse a continué de 1990 à 1993 alors que le chômage s'aggravait. Mais la décline des taux d'intérêt à long terme durant l'année 1993 devrait enfin permettre aux achats de logements neufs de progresser en 1994, au rythme de 3,2 % en moyenne annuelle après - 3,7 en 1993. Les taux des prêts immobiliers non réglés-

mentés et ceux des prêts conventionnés ont perdu respectivement 1,8 et 2,2 points entre janvier 1993 et janvier 1994. La remontée des rendements obligataires depuis le début de l'année 1994 n'a, au moins jusqu'en avril, pas été répercutée sur le coût des crédits à l'habitat des particuliers. Au contraire, entre janvier et avril, les taux des prêts du marché ont encore diminué de 0,5 point et ceux des prêts aidés de 0,2 point. Toutefois, l'inversion de la tendance du marché obligataire français ne permettrait pas d'aller plus loin, et les conditions de financement des logements devraient peu évoluer dans les mois qui viennent. Aussi, l'essentiel de la reprise de l'investissement-logement des ménages proviendrait en 1995 de la modération des prix des logements neufs et du revenu par tête plus favorable, alors que les effets positifs de la hausse des taux d'intérêt s'estomperaient progressivement.

Le retour de la croissance... sans inflation

La croissance repartirait sur un rythme relativement soutenu dès 1994 (2 % en moyenne annuelle) et s'affermirait en 1995 (3,1 %). Ce redémarrage serait stimulé par un environnement international favorable, qui permettrait une reprise assez forte des exportations (5 % en 1994 pour les produits industriels et 8,5 % en 1995). Mais les importations augmenteraient également très rapidement (5,5 % en 1994 et 9,1 en 1995), de sorte que la contribution du solde extérieur redeviendrait négative (- 0,3 point en 1994 et - 0,5 en 1995). En 1994, la reprise de la consommation des ménages contribuerait le plus à la croissance (+ 1,2 point) avec les stocks (+ 0,8 point). En 1995, les investissements des entreprises apporteraient une contribution très significative à la croissance (+ 0,9 point) (tableau 8).

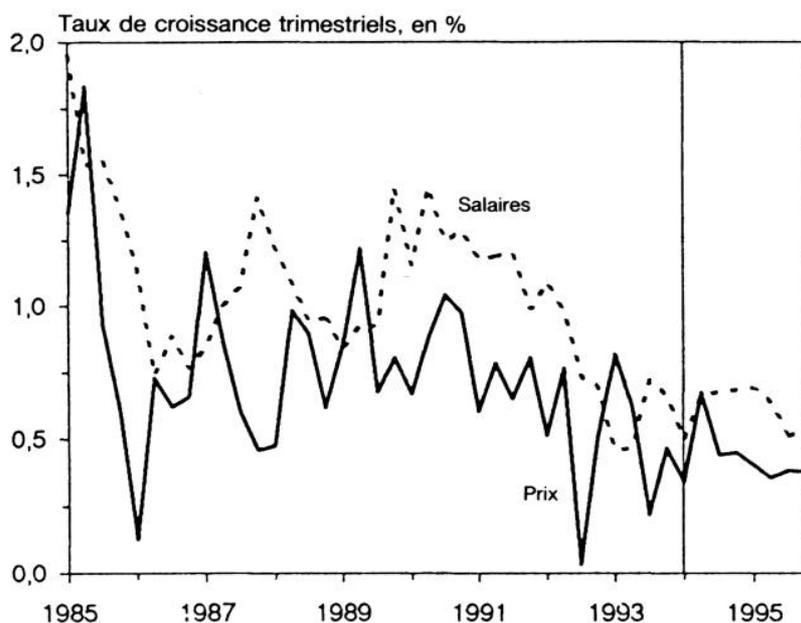
8. Contributions à la croissance du PIB marchand

Moyenne annuelle, en %	1992	1993	1994	1995
Dépenses des ménages	0,8	0,2	1,4	2,1
Investissement des entreprises	-0,5	-1,2	0,0	0,9
Dépenses des administrations	0,5	-0,0	0,1	0,2
Variations des stocks	-0,7	-1,5	0,8	0,4
Total de la demande interne	-0,1	-2,5	2,3	3,6
Solde extérieur	1,2	1,1	-0,3	-0,5
PiB marchand	1,1	-1,4	2,0	3,1

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions CFCE en 1994-1995.

La politique budgétaire, à peu près neutre en 1994 ⁽³⁾, le serait encore en 1995 du fait de la conjoncture électorale. En tout état de cause, il est peu vraisemblable que des décisions importantes puissent être prises avant l'élection présidentielle. Si des changements de politique économique devaient intervenir, ils n'auraient donc pratiquement pas d'effets à l'horizon de cette prévision. Nous avons seulement supposé le passage à 4 points du taux de la CSG, après les élections présidentielles de 1995, pour rééquilibrer les finances sociales. En fin de période, la politique économique contribuerait alors négativement à la croissance, mais tardivement et donc sans incidence sensible sur la croissance moyenne de l'année 1995.

Cette reprise de la croissance ne s'accompagnerait pas de tensions inflationnistes, car l'augmentation des coûts de production serait contenue par la hausse conjoncturelle de la productivité du travail et les faibles hausses de salaires, toujours soumises à la pression d'un chômage élevé (graphique 7). Dans l'industrie, des baisses de coût unitaire sont même envisageables. Dans ces conditions, la désinflation se poursuivrait avec un glissement des prix à la consommation de seulement 1,5 % en 1995, malgré la hausse du prix du pétrole.



7. Prix et salaires

Sources : INSEE, Comptes trimestriels, prévisions OFCE.

Sans effet sur l'inflation, la croissance des années 1994 et 1995 pourrait être relativement vertueuse, car elle permettrait en même temps l'arrêt de la dégradation des comptes publics. En 1994, une simple

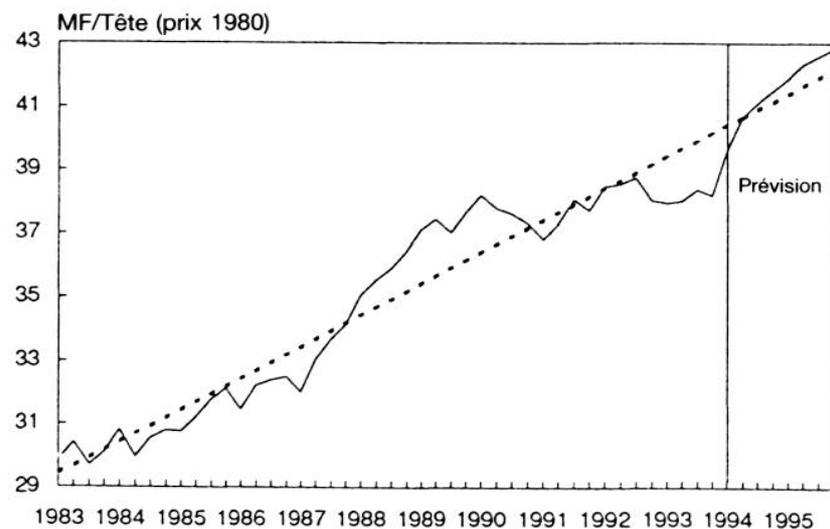
(3) Dans le détail celle-ci devrait être plutôt expansive en début d'année et légèrement restrictive au second semestre, compte tenu des échéanciers de réduction d'impôt et d'économies budgétaires. Voir Gérard Cornilleau et Jean-Marc Daniel, « Budget 1994 : entre relance et reprise ? », *Lettre de l'OFCE*, n° 121, 24 novembre 1993.

stabilisation devrait être enregistrée, car les décalages entre une partie des recettes fiscales et la hausse des revenus ne permettraient pas de tirer tout le bénéfice potentiel de la reprise de la croissance. La charge de la dette bénéficierait quant à elle de la décrue déjà enregistrée des taux d'intérêt. Au total, le besoin de financement de l'ensemble des administrations avoisinerait 6 % du PIB, comme en 1993, ce qui contrasterait avec la dégradation des années antérieures (4 % en 1992, puis 5,9 en 1993). En 1995, l'hypothèse d'un relèvement de la CSG au second semestre, et l'accélération de la croissance permettraient un recul modéré du besoin de financement aux alentours de 5,4 % du PIB.

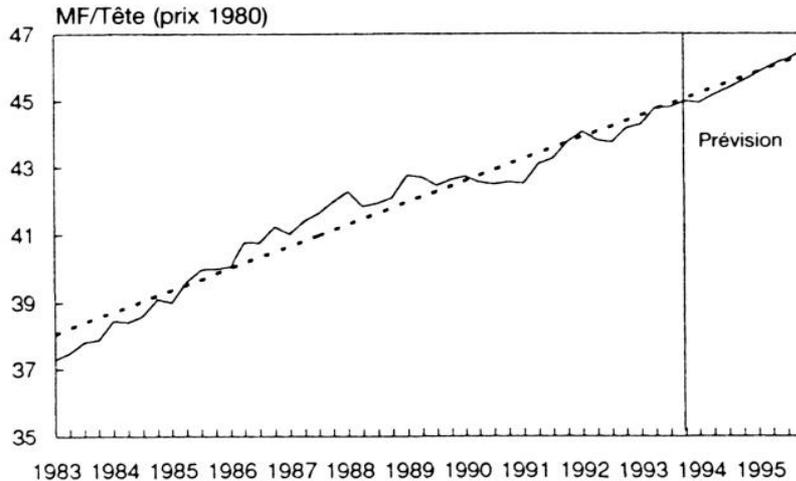
L'emploi et le chômage

La croissance aurait également des effets favorables sur le marché du travail. Dès 1994, le glissement annuel des effectifs salariés redeviendrait positif (+ 0,2 %), après des pertes d'emplois très sévères en 1993 (- 2 %) ; en 1995, le mouvement s'accélérait avec une hausse de 0,9 %. Dans l'industrie, la baisse de l'emploi serait beaucoup plus faible en 1994 qu'en 1993 (- 1 % après - 4,7 %) et les effectifs salariés se stabiliseraient en 1995. L'emploi total qui a diminué de plus de 200 000 en 1993, baisserait encore en 1994, mais de façon non significative (- 20 000) et augmenterait en 1995 (+ 50 000). Compte tenu du retard de productivité accumulé pendant la récession, cette reprise de l'emploi resterait donc relativement modeste. Dans le secteur industriel, la baisse de la productivité observée en 1993 serait compensée vers la mi-1994 et la croissance permettrait, sur la lancée de 1994, des gains substantiels en 1995 (graphique 8). Dans les services marchands, la baisse du premier trimestre 1994 apparaît fragile au plan statistique. Le niveau de la productivité du travail étant assez voisin de la tendance de longue période, sa croissance retrouverait rapidement un rythme normal, de l'ordre de 0,4 à 0,5 % par trimestre (graphique 9).

8. Productivité du travail dans l'industrie



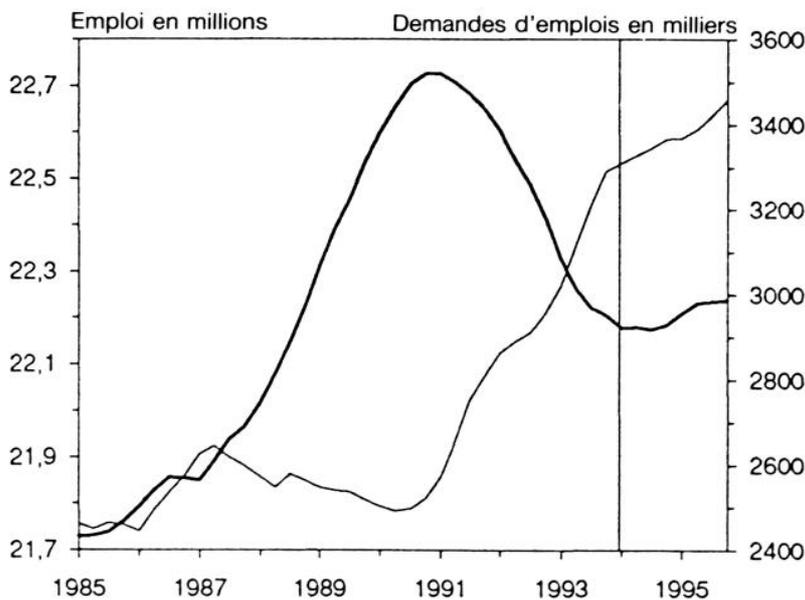
Sources : INSEE, Comptes trimestriels, prévisions OFCE.



9. Productivité du travail dans les services marchands

Sources : INSEE, Comptes trimestriels, prévisions OFCE.

Compte tenu du redémarrage assez lent des créations d'emplois, il est peu vraisemblable que l'on puisse observer une baisse spontanée du chômage d'ici à la fin de 1995 (graphique 10). Par rapport à 1993, la situation serait cependant beaucoup plus favorable. En supposant une stabilisation de la politique de gestion sociale du chômage au niveau atteint, les demandes d'emplois n'augmenteraient plus que de 80 000 en 1994, en partie grâce aux effets de la politique de l'emploi sur la population active qui ont été sensibles en début d'année, et de 90 000 en 1995. Ceci permet d'envisager que, moyennant un effort supplémentaire du côté de la politique de l'emploi, le chômage soit en fait stabilisé vers la fin de 1994. Une baisse serait même tout à fait possible si les restrictions qui risquent d'affecter les stages de formation étaient levées, et si une campagne active permettait d'augmenter encore le nombre des Contrats-Emplois-Solidarité (tableau 9).



10. Emploi et chômage

Sources : INSEE, Comptes trimestriels, ANPE, prévisions OFCE.

9. Marché du travail

Glissements annuels, en milliers *	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Emploi	191	-75	-234	-211	-20	53
Demandes d'emplois	3	289	143	336	77	91
Population active	194	214	-91	125	57	143
Politique de l'emploi, dont :						
• Préretraités et dispensés de recherche d'emplois	-4	-8	2	29	53	-35
• CES	9	73	75	51	28	-18
• Stages de formation	52	-33	59	-25	-35	-17

* Glissements entre les moyennes des derniers trimestres de l'année et de l'année précédente.

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

La croissance retrouvée permettrait donc de s'approcher du point de retournement de la courbe du chômage. Il reste toutefois qu'une baisse significative ne peut être encore envisagée. A cet égard, il faut rappeler qu'une simple reprise conjoncturelle n'est pas suffisante pour résoudre au fond le problème du chômage, ni même pour effacer l'effet de la récession. Compte tenu du retard de croissance accumulé depuis 4 ans, il faudrait une accélération plus soutenue et, surtout, une croissance forte et permanente pendant de nombreuses années pour que s'amorce un reflux structurel du chômage

Les séquelles de la récession

La croissance est revenue. Le consensus est à peu près général sur le diagnostic à court terme. La question est maintenant de savoir si elle sera durable. La récession que viennent de traverser la France et l'Europe a laissé des traces et, au delà de l'optimisme justifié pour les perspectives à court terme, des motifs d'inquiétude subsistent pour le moyen terme.

La récession a d'abord laissé des traces sur l'appareil de production. La chute très forte des investissements au cours des années 1991, 1992 et 1993 a ralenti la croissance des capacités de production et la modernisation des entreprises. Ceci ne devrait pas avoir de conséquences trop importantes, car les entreprises disposent des moyens financiers pour rattraper le temps perdu. Selon nos analyses, elles devraient d'ailleurs s'engager rapidement et fortement dans la voie de l'investissement. Mais il faudra, pour que la croissance soit durable, qu'on leur laisse le temps de réaliser leurs projets. Ceci suppose que les autorités monétaires, comme les marchés, soient capables de former des anticipations correctes sur l'évolution de l'économie réelle. En particulier, la reprise va inévitablement tendre les capacités de production. Dans une première étape, les investissements, dont une part est destinée à accroître les capacités à moyen terme, stimulent la demande et accroissent les ten-

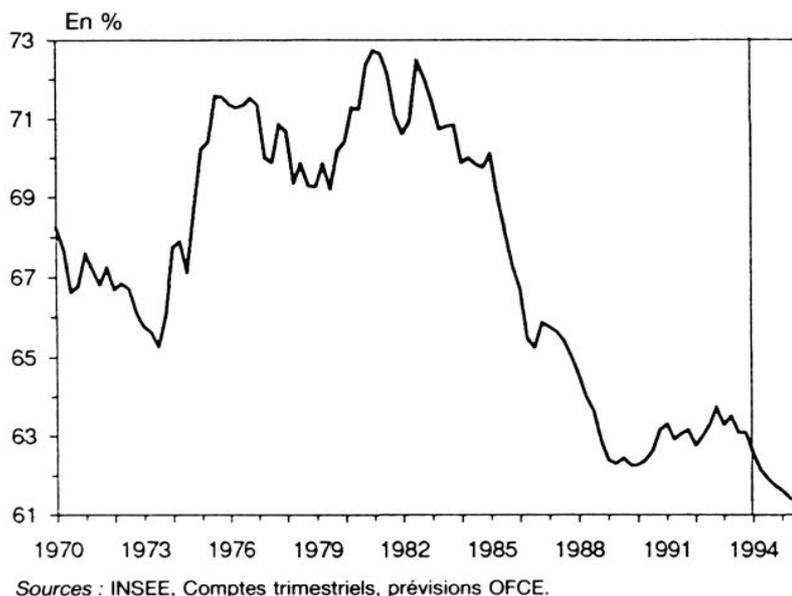
sions sur les capacités de production. Un diagnostic erroné consisterait alors à analyser la montée des tensions sur les capacités de production comme un indicateur avancé de surchauffe qui justifierait une intervention restrictive. Ce diagnostic serait d'autant plus erroné que, dans les circonstances de la reprise qui s'annonce, la demande finale des ménages et celle des administrations risquent peu de s'emballer. Par ailleurs, les conditions du partage salaires-profits restent, pour un temps encore long, largement favorables aux entreprises, ce qui exclut le risque d'une inflation par les coûts. Une stratégie de croissance durable devrait donc éviter, dans les années qui viennent, l'usage hâtif des taux d'intérêt pour lutter contre un risque imaginaire d'inflation. Mais les doctrines actuellement en vigueur dans les Banques centrales et parmi certains responsables des politiques macroéconomiques en Europe pourraient être un obstacle à une gestion rationnelle de la politique monétaire dans les années à venir.

La récession a également laissé des traces sur le niveau du chômage. On l'a vu, pour que celui-ci commence à refluer significativement, il est indispensable de maintenir longtemps un taux de croissance élevé. Pour plusieurs années, de nombreux actifs potentiels resteront à l'écart du travail. La politique de l'emploi pallie, tant bien que mal, cette situation. Il serait prématuré de réduire l'effort aux premiers signes d'amélioration de la situation du marché du travail, comme ce fut partiellement le cas lors de la reprise précédente. A l'inverse, on peut même penser que les stages de formation, par exemple, ont une utilité d'autant plus grande que les perspectives de l'emploi s'améliorent et que la probabilité de retrouver un emploi s'élève. Le développement des stages de formation constitue, théoriquement au moins, une garantie contre une réapparition de tensions sur les emplois qualifiés qui pourraient survenir si la croissance s'avérait durable. Pour pouvoir soutenir à long terme un rythme de croissance élevé, il est sans doute nécessaire d'ajuster en hausse le capital humain aussi bien que le capital physique.

La récession a aussi modifié les données du partage entre salaires et profits. Le niveau élevé du chômage pèse aujourd'hui très lourdement sur les salaires réels dont la croissance a été et restera durablement inférieure à celle de la productivité (graphique 11). Cette situation a des effets favorables. C'est grâce à elle que les entreprises ont pu traverser la récession pratiquement sans dommages financiers. Le risque est ici que la reprise, soutenue initialement par les remises à niveau nécessaires de l'appareil productif, ne débouche pas sur une croissance durable faute d'une expansion continue de la consommation. La croissance des années 1994 et 1995 pourrait alors épouser uniquement le mouvement du cycle de l'investissement et retomber rapidement. Faut-il alors souhaiter des augmentations de salaires plus élevées ? La question est sans doute prématurée. Par ailleurs, le niveau du chômage justifie que l'on cherche d'autres utilisations aux gains de productivité que l'augmentation des revenus individuels. La question du partage entre salaires et profits devrait toutefois venir rapidement sur le devant de la scène. Les mécanismes de marché peuvent en effet s'avérer insuffisants pour rapprocher les évolutions des rémunérations réelles de celles de la productivité du

travail, ce qui serait certainement souhaitable à moyen terme. La nécessité d'une politique active des revenus pourrait alors apparaître. Elle s'opposerait évidemment au principe, établi dans les années quatre-vingt, de la primauté des échelons décentralisés de négociation salariale.

11. Part des rémunérations dans la valeur ajoutée des SQS-EI



Enfin, la récession a laissé des traces sur les finances publiques. La réaction trop tardive et trop lente de la politique monétaire au ralentissement puis à la chute du PIB, a laissé à la seule politique budgétaire le poids du soutien conjoncturel. Tout en restant prudente, et en particulier en ne recourant pas à une augmentation importante des dépenses définitives de l'Etat, celle-ci a soutenu autant que possible l'activité, au prix d'un creusement du besoin de financement des administrations. Cette évolution était inévitable. Le risque serait aujourd'hui de vouloir rétablir trop rapidement l'équilibre antérieur. La croissance devrait en effet réduire progressivement le besoin de financement public si l'on fait croître les dépenses légèrement moins vite que le PIB. Le mouvement dépendra aussi de l'évolution des taux d'intérêt. Il sera d'autant plus rapide que ceux-ci seront bas. Mais, dans tous les cas, il risque d'être lent. Si l'on voulait l'accélérer et atteindre dans un délai bref les objectifs fixés par le traité de Maastricht par exemple, il faudrait sans doute accepter une réduction des dépenses. Celle-ci risquerait alors de freiner la croissance, sans rééquilibrage significatif des budgets si la rigueur est appliquée simultanément dans tous les pays européens. Dans ce domaine encore il conviendra d'être patient. Le recul des déficits publics ne peut, pour un taux de croissance donné, provenir que de la substitution progressive de la demande privée, des ménages et des entreprises, à la demande publique. Si les obstacles précédemment évoqués sont franchis — une politique monétaire compatible avec un taux de croissance élevé et une évolution du partage entre salaires et profits permettant une expansion continue de la consommation — la réduction du déficit budgétaire viendra alors de surcroît. Si l'on cherche à accélérer le mouvement, le fragile équilibre de la reprise pourrait être rapidement détruit.

ANNEXE

Une estimation économétrique du taux d'intérêt à court terme allemand

Alors que les comportements de nombreux agents financiers paraissent aléatoires et sont très difficilement modélisables, celui de la Bundesbank est caractérisé par une assez grande constance et un lien fort avec la situation de l'économie allemande. En conséquence, l'évolution des taux d'intérêt à court terme en Allemagne peut être assez facilement retracée par une analyse économétrique.

L'objectif central de la Bundesbank est d'éviter tout dérapage inflationniste. Elle utilise à cette fin un certain nombre d'indicateurs, partiellement redondants, caractéristiques de la situation conjoncturelle et d'éventuelles tensions inflationnistes. Les principales variables mises à jour par l'analyse économétrique sont ainsi : le taux d'inflation, la tension sur les capacités de production, le taux de chômage et l'évolution de la parité dollar-mark.

Sur la période qui va du premier trimestre de 1979 au premier trimestre de 1994, il est possible d'estimer l'équation suivante (sur données trimestrielles) :

$$r_t = 3,89 + 0,78 r_{t-1} + 0,19 \pi_t - 0,17 CHO_t + 0,07 TC_t$$

(1,9) (16,5) (2,2) (2,8) (3,6)

$$R^2 = 0,955$$
$$DW = 1,76$$
$$SEE = 0,484$$

où r_t désigne le taux d'intérêt au jour le jour, r_{t-1} , le taux d'intérêt de la période précédente, π_t , le taux de l'inflation, CHO_t le taux de chômage, et TC_t , le taux d'utilisation des capacités de production. Selon cette relation, quand le taux d'inflation augmente de 1 point, le taux d'intérêt au jour le jour augmente de 0,2 point à court terme, et de 0,9 point à long terme. Quand le taux de chômage baisse de 1 point, le taux d'intérêt augmente de 0,2 point à court terme, et de 0,8 point à long terme. Quand le taux d'utilisation des capacités augmente de 1 point, le taux d'intérêt augmente de 0,1 point à court terme, et de 0,3 point à long terme.

Sur l'ensemble de la période 1979-1994, il n'est pas possible de mettre en évidence une incidence significative du taux de change. Mais, à partir de 1981, alors que le dollar connaît des fluctuations très amples, l'impact des changes sur le comportement de la Bundesbank devient significatif. En estimant la relation précédente à partir de 1981 et en ajoutant le taux de change comme variable supplémentaire, on obtient alors le résultat suivant :

$$r_t = 2,54 + 0,6 r_{t-1} + 0,19 \pi_t - 0,68 CHO_t + 0,05 TC_t + 0,69 DM_t$$

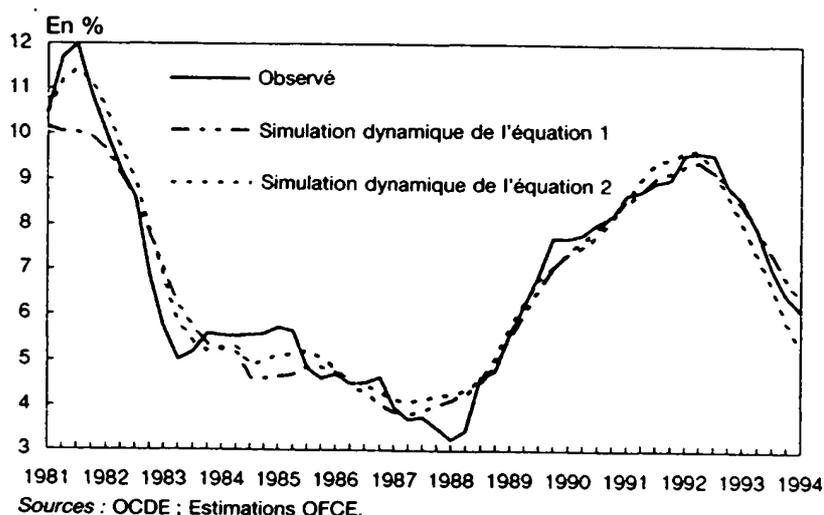
(1,24) (10,2) (2,78) (7,21) (2,8) (2,46)

$R^2 = 0,977$
 $DW = 1,34$
 $SEE = 0,35$

où DM_t représente le logarithme de la parité dollar-mark.

On peut voir sur le graphique que cette seconde relation retrace mieux les évolutions de la période considérée que la relation précédente. Par rapport à la première relation, l'incidence de l'inflation est pratiquement identique (quand le taux d'inflation augmente de 1 point, le taux d'intérêt au jour le jour augmente de 0,2 point à court terme, et de 0,5 point à long terme). Par contre le coefficient du taux de chômage est plus élevé : quand le taux de chômage baisse de 1 point, le taux d'intérêt augmente de 0,7 point à court terme, et de 1,7 point à long terme ; quand le taux d'utilisation des capacités augmente de 1 point, le taux d'intérêt augmente de 0,05 point à court terme, et de 0,1 point à long terme. Enfin, quand le DM se déprécie de 1 %, le taux d'intérêt augmente de 0,7 point à court terme et de 1,7 point à long terme.

Taux d'intérêt
 allemand
 au jour le jour



Ainsi, contrairement à une opinion couramment répandue, la Bundesbank réalise bien un arbitrage entre un objectif d'inflation et un objectif d'activité. La baisse des taux d'intérêt à court terme depuis 1992 s'explique à la fois par la montée du chômage, la détente des capacités de production et le ralentissement de l'inflation. Ce ralentissement, qui devrait se prolonger en 1995, permettrait une poursuite de la baisse des taux courts malgré le redressement de la situation conjoncturelle. Ceux-ci devraient atteindre un point bas, proche de 4 %, au milieu de l'année 1995.