



**HAL**  
open science

## **L'Europe crée... et exporte sa monnaie**

Philippe Sigogne, Jacky Fayolle, Odile Chagny, Amel Falah, Olivier Passet,  
Christine Riffart, Françoise Milewski, Carine Bouthevillain, Valerie Chauvin,  
Hervé Péléraux

► **To cite this version:**

Philippe Sigogne, Jacky Fayolle, Odile Chagny, Amel Falah, Olivier Passet, et al.. L'Europe crée... et exporte sa monnaie: L'Europe crée et exporte sa monnaie. Revue de l'OFCE, 1996, 59, pp.5 - 100. 10.3406/ofce.1996.1435 . hal-03458279

**HAL Id: hal-03458279**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03458279>**

Submitted on 30 Nov 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# L'Europe crée... et exporte sa monnaie \*

*Au tournant des années 1995-1996, le repli conjoncturel s'est diffusé, via les interdépendances commerciales, à l'ensemble des pays européens. Les révisions à la baisse de la croissance prévue affectent notamment les pays du Nord et du Sud européens qui avaient impulsé la reprise continentale de 1994 en profitant des dépréciations de leurs monnaies.*

*Ce repli européen a-t-il atteint, au cours de 1996, son point bas ? Des signes de redémarrage, encore ténus, apparaissent dans certains pays, surtout en Allemagne et dans les pays adjacents. Après un mauvais début d'année 1996, les signaux de reprise se multiplient en Allemagne depuis le printemps. La consommation a bénéficié des exonérations fiscales et les commandes à l'exportation se sont redressées. Mais le retournement positif de certains postes de demande n'a pas encore pleinement convaincu les producteurs de sa durabilité. L'intensité de la reprise restera limitée par les contraintes durables affectant l'économie allemande, même si elle est soutenue par une attitude accommodante des autorités monétaires. La croissance allemande retrouverait une performance moyenne en 1997 (2,2 % après 1,3 % en 1996). La reprise se diffusera en Europe dans les mois à venir si, dans les pays auparavant contraints par la restriction monétaire, le relâchement est assez incitatif pour libérer un comportement de stockage plus offensif et contrer l'impact des ajustements budgétaires en cours.*

*La dépression européenne a laissé libre, pour s'investir à l'extérieur du continent, un excédent d'épargne nourri par le désendettement des agents privés. De pair avec une politique japonaise active de placement à l'étranger, cet apport a amorti les tensions que pouvait engendrer la croissance rapide d'autres régions du monde. La reprise qui se dessine en Europe ne serait pas d'une intensité telle qu'elle modifie radicalement cette situation. Elle reste compatible avec une détente progressive des taux d'intérêt à long terme, même si celle-ci est freinée, courant 1997, par la vigilance des marchés face aux risques inflationnistes américains.*

*Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, la croissance est de nouveau au rendez-vous, après le ralentissement de 1995. Dans les deux cas, la demande intérieure y contribue fortement. Les limites à la croissance paraissent cependant plus rapprochées dans le cas américain que dans le cas britannique. La croissance de l'économie américaine, encore élevée en moyenne annuelle (2,6 % en 1997 après 2,4 % en 1996), reviendrait à*

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

hauteur de 2 % l'an sur la seconde partie de 1997. Le Royaume-Uni devrait réaliser en 1997 l'une des meilleures performances européennes de croissance (2,7 % après 1,8 % en 1996). Au Japon, les hésitations de la consommation des ménages et le reflux de la demande publique font douter de la solidité de la reprise. Elevée en 1996 (3 %), la croissance resterait médiocre en 1997 (+ 1,6 %), même si son rythme tendanciel est plutôt de l'ordre de 2 % l'an.

Les corrections intervenues dans nombre de pays émergents consolident les perspectives de croissance dans ces pays, qui se traduiront cependant par des rythmes plus soutenables de progression de leurs importations. Au total, le commerce mondial, qui aura considérablement ralenti de la mi-1995 à la mi-1996, retrouverait un rythme honorable à partir du second semestre 1996, approchant les 7 % l'an. La progression modérée du dollar attendue sur cette même période favorisera aussi une meilleure répartition de la croissance mondiale.

En France, les informations conjoncturelles restent contradictoires. Les carnets de commandes dans l'industrie sont toujours très dégradés, notamment dans les biens intermédiaires, mais un redressement s'est opéré à partir de l'été. Les stocks sont encore jugés excessifs, mais davantage au stade de la production qu'à celui de la distribution. Les perspectives personnelles de production, habituellement en avance sur le cycle, sont désormais plutôt orientées à la hausse. Toutefois, l'attentisme des entreprises traduit une défiance vis-à-vis de la reprise, en contrepartie de l'optimisme excessif formulé à la charnière de 1994 et de 1995. La conséquence de ces désillusions demeure un comportement de dépense restrictif : réduction des effectifs dans l'industrie, faibles hausses des salaires individuels, révision en baisse des investissements.

Les enchaînements prévisionnels reposent d'abord sur l'arrêt du déstockage, qui a été important au premier semestre pour les produits manufacturés. Mais le prolongement de cette reprise technique en une phase ascendante du cycle, dépendra crucialement de la demande finale hors stocks. La consommation des ménages aura connu une forte croissance en 1996, sans rapport avec la progression du revenu. Elle croîtrait moins vite que ce dernier en 1997, et le taux d'épargne augmenterait par rapport à son bas niveau de 1996.

La reprise de l'investissement en 1994 s'est rapidement interrompue. Depuis lors, l'effort de renouvellement des matériels issus de la vague d'accumulation initiée il y a dix ans, a été stoppé. Mais les besoins de remplacement subsistent et leur satisfaction devrait fonder la reprise des achats ; elle serait favorisée, dans un premier temps, par les dispositions relatives à l'amortissement des biens nouvellement acquis et par la poursuite de la détente monétaire. L'investissement total, quant à lui, pâtirait du recul des dépenses des administrations. La demande intérieure finale (hors stocks) freinerait légèrement, passant de 1,8 % en 1996 à 1,5 % en 1997.

Grâce à une contribution modérée du commerce extérieur et à une forte impulsion des stocks, la croissance du Pib serait de 2,1 % l'an prochain, après 1,2 % cette année, si la rigueur budgétaire ne s'intensifie pas outre mesure. L'inflation ralentira à nouveau et l'excédent extérieur progressera encore. Mais le chômage poursuivra sa hausse.

## VUE D'ENSEMBLE

### Environnement international

Au cours de l'année 1995, il est apparu que trop de contraintes pesaient sur la demande finale des **pays européens** pour que la reprise engagée en 1994 débouche sur une expansion solide : une demande privée souffrant du manque de confiance des ménages dans l'évolution de leur emploi et de leurs revenus ; une demande publique rationnée par les corrections budgétaires. Aussi, le mouvement de restockage, qui accompagnait le redémarrage des exportations, est resté un levier insuffisant pour réamorcer solidement la croissance européenne. Une rechute, dont le couple franco-allemand fut l'épicentre, s'est même affirmée à la mi-1995. L'Allemagne a subi la pression du dollar faible et de l'adaptation concurrentielle des pays nordiques et méditerranéens à la convergence européenne. La baisse des taux d'intérêt courts européens, importante et généralisée, est intervenue trop tard pour empêcher cette rechute mais contribue à l'enrayer progressivement.

Au tournant des années 1995-1996, le repli conjoncturel s'est diffusé, *via* les interdépendances commerciales, à l'ensemble des pays européens. Les révisions à la baisse des prévisions de croissance affectent notamment, au premier semestre 1996, les **pays du Nord et du Sud de l'Europe** qui avaient impulsé la reprise continentale de 1994 en tirant profit des dépréciations de leurs monnaies. Les exportations nettes ne contribuent plus positivement à leur croissance et les entreprises modèrent en conséquence leur comportement de stockage, même lorsque la demande finale interne demeure positivement orientée. Lorsque, de surcroît, celle-ci est elle-même sévèrement contrainte par les ajustements budgétaires, les sources de l'expansion se tarissent dans ces pays. Le premier semestre 1996 reste marqué, à l'échelle européenne, par ces enchaînements négatifs. Les enquêtes européennes de conjoncture témoignent, jusqu'à l'été 1996, de cette faiblesse généralisée de l'activité. Selon les premières estimations d'EUROSTAT, le PIB de l'Europe à quinze a encore ralenti au second trimestre 1996 (+ 0,2 %) et n'a progressé que de 1 % sur un an.

Les errements de la conjoncture européenne, depuis le début des années quatre-vingt-dix, ont rendu particulièrement incertain l'**environnement de prix et de revenus** dans lequel les entreprises ont dû prendre leurs décisions. Dans l'ensemble de l'OCDE, et spécialement en Europe, les prix à la production manufacturiers, après plusieurs années de faibles hausses, voire de baisses momentanées, ont vivement

accélééré en 1994, lorsque la reprise des débouchés est devenue pleinement perçue. Les dépenses de stockage, voire les acquisitions de biens d'équipement, ont pu alors être accélérées par les anticipations de hausses des prix. Mais la fragilité de la reprise des débouchés n'a pas autorisé un retour durable à des prix plus rémunérateurs. Les prix de production ont de nouveau fortement ralenti dans l'ensemble de l'OCDE en 1995 et se sont même stabilisés en Europe à la fin de cette année. Cette instabilité du rythme des prix de production a affecté les comportements de dépense et d'endettement des entreprises. Si la formation des taux d'intérêt à long terme prend en compte les anticipations de hausse du niveau général des prix, la capacité des entreprises à assumer ces taux dépend des prix de vente, qui conditionnent leur rentabilité. La déception de 1995 a pris les entreprises européennes à contre-pied alors qu'elles venaient de s'engager dans la reprise.

Cette **contrainte concurrentielle** agit différemment selon les pays, en fonction de l'évolution du change. Lorsqu'on considère l'évolution des prix de production manufacturiers en monnaie nationale, sur une base 100 en 1992 (c'est-à-dire pour une année de conjoncture moyenne, à la veille des secousses monétaires internationales et de la récession européenne), l'éventail des trajectoires nationales présente une relation limpide avec la hiérarchie des évolutions de change : c'est dans les pays à monnaie dite forte (Japon, Allemagne, France) que la modération des prix manufacturiers est prononcée de 1993 à 1996, avec une baisse continue dans le cas du Japon. Les évolutions française et allemande font preuve d'une étroite parenté. Les Etats-Unis occupent une position médiane tandis que, jusqu'à la mi-1995, les hausses de prix à la production sont fortes dans les pays à monnaie dépréciée du Nord et du Sud de l'Europe. Depuis la mi-1995 cependant, la stabilisation, voire la baisse, des prix de production se généralise en Europe.

Ces évolutions des prix de production nationaux n'ont que partiellement corrigé les variations de compétitivité induites par les mouvements de change survenus depuis 1992. Lorsque ces prix sont convertis en dollars, l'éventail de leurs évolutions est largement inversé. En 1993-1994, les pays européens à monnaie faible disposent d'un avantage appréciable de compétitivité, tandis que la situation inverse prévaut pour le Japon. Le couple franco-allemand, d'abord avantagé par rapport aux Etats-Unis lorsque le dollar monte vis-à-vis du mark en 1993, perd ensuite sur tous les fronts. Depuis la mi-1995, cependant, la hiérarchie de la compétitivité des prix à la production se resserre et se stabilise. La baisse du yen a permis au Japon de renverser la dérive négative de sa compétitivité, sans pour autant relâcher son effort de modération des prix à la production. Le couple franco-allemand neutralise sa position compétitive à l'égard des Etats-Unis, tandis que les pays européens à monnaie dépréciée conservent un avantage significatif.

Peut-on considérer, en prenant en compte tous ces facteurs, que le repli conjoncturel européen a néanmoins atteint, au cours de 1996, son point bas ? La simultanéité des ajustements budgétaires est un frein puissant à la reprise européenne, qui ne sera pas facilitée par les derniers plans d'ajustement décidés en Italie et en Espagne. Mais des signes de redémarrage, encore ténus, apparaissent dans certains pays. Les **indicateurs avancés** de l'OCDE sont revenus sur une pente franchement positive, depuis le début 1996, au Danemark, en Irlande, aux Pays-Bas, petits pays qui, dans le passé, ont fréquemment devancé les retournements européens. Ils remontent aussi, plus récemment, en Allemagne, en Belgique, au Luxembourg mais restent éteints en France et dans les pays du sud de l'Europe. Une reprise de l'activité, en Allemagne et dans les pays adjacents, s'esquisse aujourd'hui. Le mouvement reste fragile. Le retournement positif de certains indicateurs de demande n'a pas encore pleinement convaincu les producteurs de sa durabilité : l'appréciation de ceux-ci sur la demande et les stocks reste prudente. La reprise européenne se confirmera dans les mois à venir si, dans les pays européens auparavant contraints par la restriction monétaire, le relâchement est devenu suffisamment incitatif pour libérer un comportement de stockage plus offensif et contrer l'impact des ajustements budgétaires. La situation plus assurée des entreprises permettrait alors de redresser les perspectives d'emploi offertes aux ménages.

Dans la période récente, la dépression européenne a laissé libre, pour s'investir à l'extérieur du continent, un excédent d'épargne nourri par le désendettement des agents privés et mobilisé par les banques européennes. De pair avec une politique japonaise active de placement à l'étranger, cet apport a contribué à amortir les tensions que pouvait engendrer la croissance rapide d'autres régions du monde. Les Etats-Unis ont été largement bénéficiaires de l'**abondance de liquidités** libérées par les faibles opportunités d'investissement en Europe, soit qu'elles aient pris directement le chemin de placements aux Etats-Unis, soit qu'elles aient concouru au financement des régions de l'économie mondiale en forte expansion et demandeuses de produits américains. La reprise qui se dessine en Europe ne paraît pas d'une intensité telle qu'elle modifie radicalement cette situation. A l'horizon de la prévision, elle reste compatible avec une détente progressive des conditions de financement à long terme, même si celle-ci est freinée, courant 1997, par la vigilance des marchés face aux risques inflationnistes américains. Les marchés de capitaux se caractérisent par une grande liquidité, qui favorise une certaine déconnexion à la baisse des taux européens, surtout si les investisseurs confirment une confiance retrouvée envers la future monnaie unique.

Les corrections intervenues dans nombre de pays émergents éloignent les risques de rupture financière, redoutés après la crise mexicaine, et consolident les perspectives de croissance dans ces pays, qui se traduiront cependant par des rythmes plus soutenables de progression de leurs importations. Au total, le **commerce mondial**, qui aura considérablement ralenti de la mi-1995 à la mi-1996, retrouverait un rythme honorable à partir du second semestre 1996, approchant les 7 % l'an, sans pour autant égaler le rythme atteint durant la reprise de 1994. La progression modérée du dollar qui serait soutenue, sur cette même période, par le différentiel accru de taux à court terme entre les Etats-Unis et l'Europe favorisera aussi, *via* un partage des marchés moins défavorable aux pays européens à monnaie forte, une meilleure répartition de la croissance mondiale.

Dans les pays anglo-saxons, **Etats-Unis** et **Royaume-Uni**, la croissance est de nouveau au rendez-vous, après le ralentissement de 1995. Dans les deux cas, la demande intérieure y contribue fortement. Les consommateurs font preuve de confiance et manifestent une propension à la dépense, nourrie par l'appréciation des actifs financiers et le crédit à la consommation. Les limites à la croissance paraissent cependant plus rapprochées dans le cas américain que dans le cas britannique. Même si les gains de productivité font preuve d'une remarquable continuité et permettent de contenir les tensions latentes sur le marché du travail, les entreprises américaines peuvent être tentées d'exploiter le dynamisme de la demande par des hausses de prix. La politique monétaire y fera face par un resserrement graduel mais tangible d'ici le printemps 1997. Le risque de surchauffe serait ainsi rapidement enrayé. Le rythme de croissance de l'économie américaine, encore élevé en moyenne annuelle (2,6 % en 1997 après 2,4 % en 1996), reviendrait à hauteur de 2 % l'an sur la seconde partie de 1997. On peut évidemment s'interroger sur le degré de surévaluation des actifs boursiers américains : un durcissement trop brutal de la politique monétaire pourrait précipiter leur chute et renverser le jeu des effets de richesse, ce qui ne serait pas sans conséquences internationales. La prévision effectuée ne retient pas la réalisation de ce risque. Au Royaume-Uni, les marges existent pour une poursuite de la croissance, surtout si les entreprises, rentables et désendettées, se décident enfin à investir plus activement. L'ajustement budgétaire pèsera sur l'activité mais la politique monétaire devrait rester accommodante. Aussi, le Royaume-Uni devrait réaliser en 1997 l'une des meilleures performances européennes de croissance (2,7 % après 1,8 % en 1996). Au **Japon**, la reprise en cours paraît moins assurée que ce que donnent à croire les chiffres brillants des comptes nationaux du premier semestre. Les enquêtes auprès des entreprises témoignent de doutes sur la solidité de la reprise, qui se nourrissent des hésitations de la consommation des ménages et du reflux de la demande publique. Le dynamisme confirmé de l'investissement des entreprises et la meilleure contribution des échanges extérieurs ne suffiront pas à consolider

définitivement la croissance. Elevée en 1996 (3 %), elle resterait médiocre en 1997 (+ 1,6 %), même si son rythme tendanciel est plutôt de l'ordre de 2 % l'an.

Bien que la croissance allemande soit restée médiocre sur l'ensemble du premier semestre 1996 (+ 0,3 % après + 0,5 % au second semestre 1995), les signaux de reprise se multiplient en **Allemagne** depuis le printemps. La consommation a bénéficié des exonérations fiscales en début d'année et les commandes à l'exportation se sont redressées. Les entreprises ont révisé à la hausse leurs plans d'investissement pour 1996 et le redressement des commandes intérieures de biens d'équipement a concrétisé ces intentions. Si l'ajustement des stocks de produits finis chez les producteurs n'est pas encore terminé, la production a commencé à se redresser et les indicateurs disponibles laissent augurer une poursuite de cette reprise. L'intensité de celle-ci sera néanmoins limitée par les contraintes durables qui pèsent sur l'économie allemande : l'orientation spécifique du secteur du bâtiment reste récessive, au-delà des irrégularités suscitées par la météorologie et l'anticipation de conditions fiscales moins favorables ; le revenu des ménages, dopé en début d'année 1996, subira en 1997 l'impact du plan d'économies et de la vigilance des entreprises à l'égard de leur compétitivité. Le redressement de cette dernière contribuera cependant à la stabilisation des parts de marché allemandes à l'exportation. La confirmation de la reprise allemande sera soutenue par une attitude accommodante des autorités monétaires. La croissance allemande retrouverait une performance moyenne en 1997 (2,2 % après 1,3 % en 1996).



## **L'épargne européenne au service de la croissance mondiale**

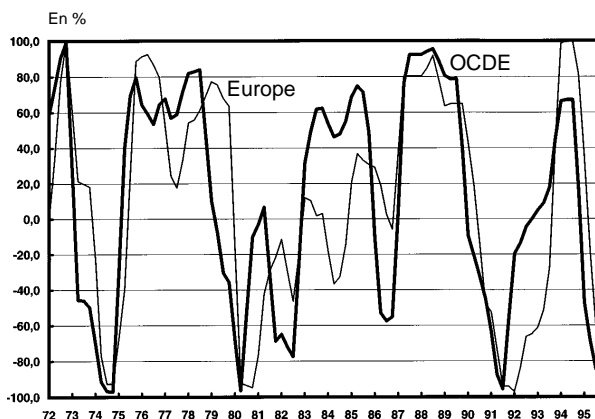
### **L'espace conjoncturel européen : unique mais hétérogène et instable**

Lorsque, à la jointure des années 1994 et 1995, la reprise internationale battait son plein, certains risques susceptibles d'entraver sa poursuite étaient clairement perçus. Mais ils apparaissaient plutôt localisés à l'extérieur de l'Europe qu'en son sein. La proximité d'un ralentissement américain, l'impact du syndrome mexicain, les difficultés japonaises semblaient autant de facteurs devant modérer les perspectives d'expansion. La conjoncture européenne, bien sûr, pouvait être affectée par les tensions internationales, notamment par les effets retardés de la propagation des hausses de taux d'intérêt à long terme américains de 1994 sur des agents européens émergeant à peine d'une phase douloureuse d'apurement financier. Mais, tous comptes faits, il semblait que les pays européens, relancés par la réactivation du commerce international, étaient capables, Allemagne en tête, de s'engager sur un sentier d'expansion à hauteur de leurs perspectives de croissance potentielle.

Assez vite, au cours de l'année 1995, il est apparu que trop de contraintes pesaient sur la demande finale des pays européens pour qu'il en soit ainsi : une demande privée souffrant des distorsions dans la répartition des revenus et du manque de confiance des ménages dans l'évolution attendue de leur emploi et de leurs revenus ; une demande publique rationnée par la nécessité des corrections budgétaires. Si bien que le mouvement de restockage, qui accompagnait le redémarrage des exportations, est resté un levier insuffisant pour réamorcer solidement la croissance européenne. C'est une véritable rechute qui s'affirme même à partir de la mi-1995, à partir de l'épicentre franco-allemand. Ces deux pays subissent le cumul de contraintes internes et externes. L'Allemagne subit à la fois la pression du dollar sous-évalué et l'effet de retour de l'adaptation concurrentielle des pays du Nord et du Sud de l'Europe à la convergence européenne. L'exercice de conciliation entre la restauration de la compétitivité des entreprises, le redressement des équilibres budgétaires structurellement dégradés par l'unification et le maintien des conditions de revenu des ménages devient périlleux. La France, qui n'affronte pas les mêmes difficultés de compétitivité, est particulièrement affectée par le déficit de confiance des ménages tandis que les autorités monétaires, l'œil fixé sur la parité du Franc avec le Mark, ne relâcheront leur garde qu'au fur et à mesure que la rechute conjoncturelle deviendra tangible. Les coups de frein monétaires s'étaient généralisés, à la mi-1995, au Nord et au Sud de l'Europe. Depuis lors, la baisse des taux d'intérêt courts, considérable mais intervenue trop tard pour empêcher la rechute européenne, contribue cependant à l'enrayer progressivement.

Au tournant des années 1995 et 1996, le repli conjoncturel s'est diffusé, au travers des interdépendances commerciales, à l'ensemble des pays européens. Les révisions à la baisse des prévisions de croissance affectent particulièrement, au premier semestre 1996, les pays du Nord et du Sud de l'Europe qui avaient impulsé la reprise européenne en 1994. Les exportations nettes ne contribuent plus positivement à la croissance dans ces pays et les entreprises adaptent en conséquence leur comportement de stockage, même lorsque la demande finale interne demeure positivement orientée. Lorsque, de surcroît, celle-ci est elle-même sévèrement contrainte par les ajustements budgétaires, les sources de l'expansion se tarissent dans les pays européens qui avaient tiré profit des dépréciations répétées de leurs monnaies. Le premier semestre 1996 reste encore marqué, à l'échelle européenne, par ces enchaînements négatifs. Les enquêtes communautaires d'opinion conjoncturelle témoignent, jusqu'à l'été 1996, de ce repli généralisé de la demande et de l'activité. Selon les premières estimations d'EUROSTAT, le PIB de l'Union européenne à quinze a encore ralenti au second trimestre 1996 (+ 0,2 %) et n'a progressé que de 1 % entre les premiers semestres 1995 et 1996.

La brièveté et la nature particulières du cycle européen engagé en 1993 peuvent être précisément appréciées au travers de deux indicateurs (encadré 1). Le premier (graphique 1) indique *le degré de diffusion internationale de l'expansion*, au sein de l'ensemble de l'OCDE et de sa seule composante européenne : c'est la différence entre le pourcentage de pays en expansion (entre creux et pic du cycle conjoncturel) et le pourcentage de pays en récession (entre pic et creux), après pondération par leur PIB de 1992 exprimé en parité des pouvoirs d'achat. Ce graphique fait percevoir la brièveté remarquable de la généralisation de l'expansion européenne en 1994. Alors que cette expansion s'est diffusée avec retard par rapport à l'ensemble de l'OCDE, compte tenu de la précocité de la reprise anglo-saxonne, elle s'affaisse très rapidement. Si le ralentissement en douceur anglo-saxon de 1995 est somme toute normal, après plusieurs années d'expansion, il n'en est pas de même pour l'Europe continentale,



1. Indices de diffusion de l'expansion internationale (OCDE et Europe)

Sources : OCDE, estimations OFCE.

## 1. Indices de diffusion et de synchronisation internationales du cycle conjoncturel

Connaissant la composante cyclique du PIB de chaque pays de l'OCDE, à partir d'une méthode adéquate d'extraction de sa tendance, on peut identifier ses points de retournement successifs, alternativement creux et pics, qui délimitent les différentes phases du cycle conjoncturel : expansion, entre creux et pic, et récession, entre pic et creux. Pour chaque pays, on peut alors disposer d'une variable qui prend la valeur 1 lorsque le pays est en expansion, 0 lorsqu'il connaît un point de retournement, - 1 lorsqu'il est en récession. Sur l'ensemble des pays de l'OCDE, en les pondérant par leur PIB d'une période de référence, deux indicateurs peuvent être calculés à partir de ce jeu de variables à trois modalités :

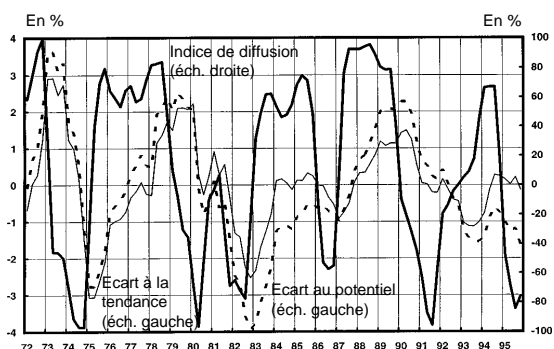
- leur moyenne, indicateur qui, après normalisation, peut varier entre - 100 et + 100 et est la différence entre le pourcentage de pays en expansion et le pourcentage de pays en récession. C'est l'indicateur de diffusion de l'expansion internationale.

- leur variance qui sera d'autant plus élevée que les pays sont dans des situations disparates. Après normalisation et en prenant le complémentaire à 100 de cette variance, on obtient un indicateur de synchronisation du cycle conjoncturel, qui peut varier de 0 à 100 et qui est d'autant plus élevé qu'une part importante de pays se trouve dans la même phase du cycle (qu'elle soit expansion ou récession). S'il vaut 0, c'est que les pays se répartissent, après pondération, en deux parts égales, l'une connaissant la récession, l'autre l'expansion. S'il vaut 100, c'est que tous les pays sont dans la même phase du cycle.

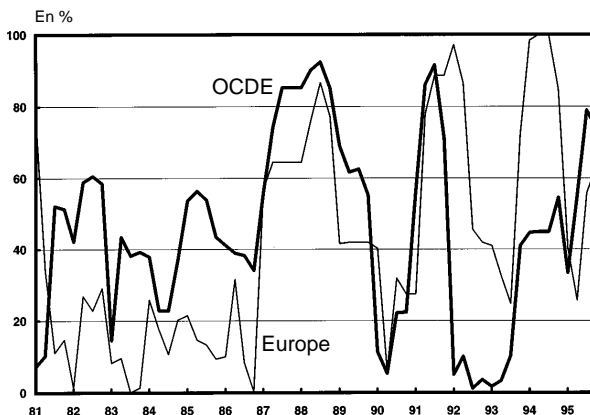
Ces deux indicateurs ont été calculés dans la périodicité trimestrielle pour l'ensemble de l'OCDE (en fait dix-huit pays pour lesquels les données étaient disponibles) et son sous-ensemble européen, après que les PIB trimestriels aient été détrendés par la méthode de Hodrick-Prescott. Les pondérations sont les PIB de 1992, en parité des pouvoirs d'achat.

Les deux indicateurs fournissent une information complémentaire à d'autres indicateurs cycliques, comme le rapport du PIB au PIB tendanciel ou potentiel d'une zone agrégée telle que l'OCDE. Ainsi, le PIB de l'OCDE franchit généralement un creux cyclique et entre en phase de reprise lorsque la part des pays en expansion devient majoritaire, c'est-à-dire que l'indice de diffusion devient positif (cf. graphique). Il franchit un pic cyclique et entre en récession lorsque cette même part devient minoritaire et que l'indice de diffusion devient négatif. Les dates d'annulation de l'indicateur de diffusion sont ainsi largement, sinon parfaitement, coïncidentes avec les retournements cycliques du PIB agrégé de la zone. Les pics (les creux) spécifiques de l'indicateur de diffusion sur la zone de l'OCDE correspondent, d'assez près généralement, à un moment qu'on pourrait appeler la maturité de l'expansion (respectivement de la récession), c'est-à-dire lorsque le PIB franchit à la hausse (respectivement à la baisse) son niveau tendanciel ou potentiel et que le taux de croissance va commencer à ralentir (respectivement à s'accélérer).

*Cycle de l'OCDE : écart du PIB à son niveau potentiel ou tendanciel, indice de diffusion de l'expansion internationale*



Sources : OCDE, calculs OFCE.



2. Indices de synchronisation internationale du cycle conjoncturel (OCDE et Europe)

Sources : OCDE, estimations OFCE.

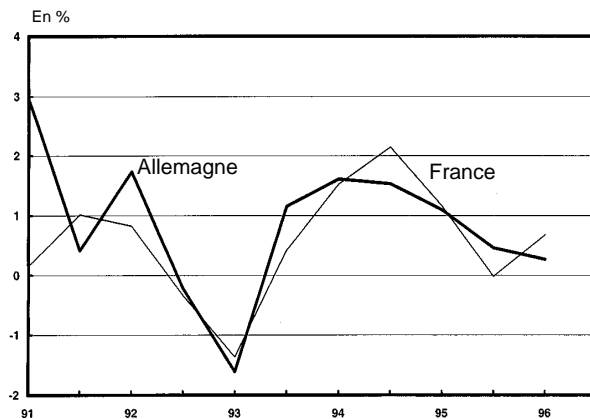
où l'expansion n'était pas parvenue à maturité. Le second indicateur (graphique 2) mesure *le degré de synchronisation internationale du cycle conjoncturel* : il est d'autant plus élevé que les pays se trouvent en proportion importante dans la même phase du cycle — qu'il s'agisse de l'expansion ou de la récession. Ce graphique montre l'importance de la désynchronisation internationale, au sein de l'OCDE, en 1992-1993, lorsque les pays anglo-saxons entraient en expansion alors que les pays européens étaient encore au cœur de la récession. Il montre aussi la tendance, depuis le début des années quatre-vingt-dix, à une plus forte synchronisation européenne. Cette tendance est certes irrégulière mais, à partir du moment où certains pays européens initient un mouvement conjoncturel (l'expansion, grâce aux pays dévaluationnistes, à partir de la mi-1993 ; la rechute, à cause de la France et de l'Allemagne, dès le début 1995), ce mouvement se généralise ensuite assez rapidement. L'Europe est aujourd'hui un espace conjoncturel caractérisé par la densité et la rapidité de la propagation des fluctuations en son sein.

Si la densité des interactions intra-européennes accentue la synchronisation des mouvements conjoncturels sur le continent, elle ne supprime pas les dissymétries qui différencient les pays : ce ne sont pas partout les mêmes composantes de la demande qui expliquent prioritairement la brutalité et la brièveté du mini-cycle récent. La comparaison franco-allemande est à cet égard éloquent<sup>1</sup>. Elle montre d'abord la grande synchronie des variations semestrielles du PIB de part et d'autre du Rhin depuis l'entrée en récession de 1992 (graphique 3). Mais des différences sensibles surgissent dès lors qu'on s'intéresse aux

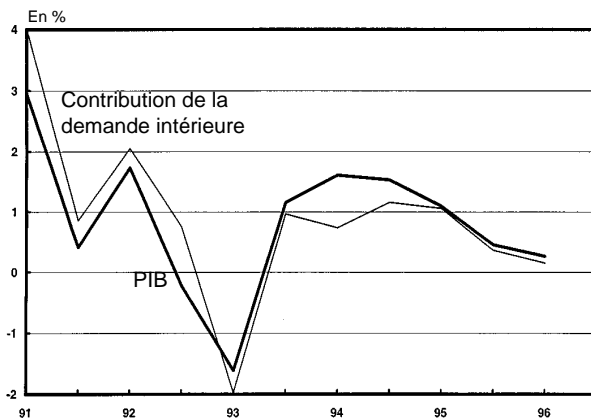
1. La comparaison est nettement plus probante sur les données semestrielles (obtenues par agrégation des comptes trimestriels) que sur les données trimestrielles, ce qui explique le mode de présentation retenu sur les graphiques. C'est sans doute dû pour partie que les comptes nationaux trimestriels sont affectés de manière différenciée par des irrégularités de même nature (dont les jours ouvrables), qui disparaissent pour partie dans l'agrégation semestrielle.

contributions des différents postes de la demande à ces variations — en distinguant exportations nettes, demande intérieure finale hors stocks, variations de stocks. La trajectoire du PIB allemand colle de très près à celle de la demande intérieure correspondante, au demeurant assez atone ces dernières années (graphiques 4 et 5). L'impact net des échanges extérieurs sur le mouvement conjoncturel germanique s'est avéré, *ex post*, faible depuis la fin 1992 : si l'Allemagne n'a que médiocrement exporté sur les années récentes, en raison de la dégradation de ses parts de marché, elle a aussi peu importé. Ce faisant elle a certes amorti le choc défavorable de compétitivité qu'elle subissait, mais elle a fortement contribué à propager la rechute européenne. Par ailleurs, le mouvement des stocks a été beaucoup plus irrégulier en France qu'en Allemagne (graphique 6). Dans ce dernier pays, la reconstitution des stocks a amorcé puis modérément amplifié la reprise de 1993-1994. En France, le déstockage consécutif à la récession de 1992-1993 a duré plus longtemps — sans doute sous l'impact d'une sévérité monétaire spécifique. Il a fait place ensuite, en 1994, à un restockage brutal, lorsque les entreprises ont enfin perçu, avec retard, le redressement de la demande, notamment du côté des exportations. Puis la déception de 1995 les a conduites à précipiter un nouvel ajustement baissier prononcé de stocks, peut-être trop vite regonflés. Dans les pays du Nord et du Sud européens, les dépenses des entreprises — stockage et investissement — ont amplifié en 1993-1994, voire encore en 1995, l'impact de la croissance forte des exportations nettes, mais, cette dernière source d'impulsion s'éteignant, ces pays retombent sur les tendances fondamentales plus modérées de leur demande interne. Ainsi, par des voies différentes, les divers pays européens se retrouvent courant 1996 devant un problème commun: comment « réaliser » les perspectives de croissance potentielle sans un dynamisme adéquat des demandes finales internes, de consommation comme d'investissement, qui soit perçu et anticipé par les entreprises et qui puisse impulser durablement l'expansion du commerce intra-européen ?

### 3. Taux de variation semestriels des PIB français et allemand

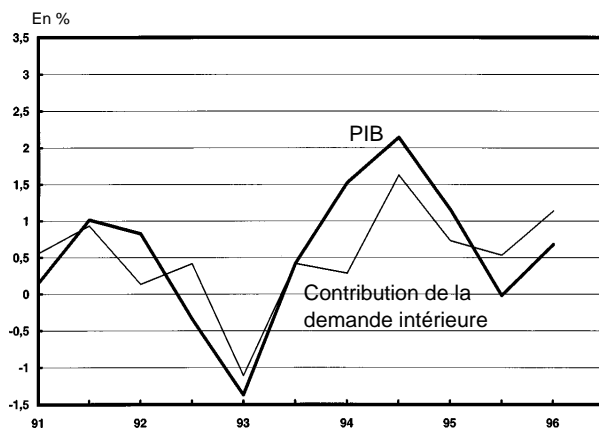


Sources : INSEE, Bundesbank, calculs OFCE.



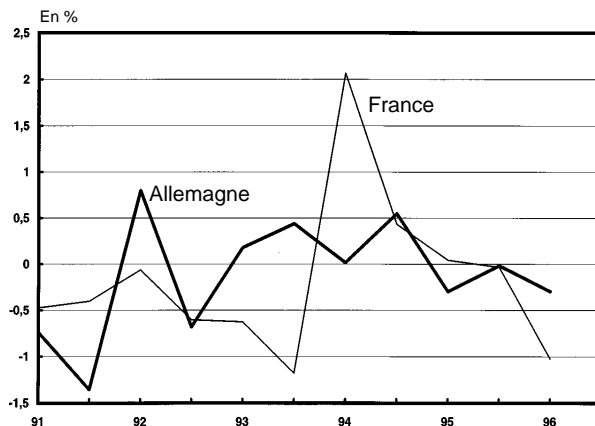
4. Variation semestrielle du PIB allemand et contribution de la demande intérieure (hors stocks)

Sources : Bundesbank, calculs OFCE.



5. Variation semestrielle du PIB français et contribution de la demande intérieure (hors stocks)

Sources : INSEE, calculs OFCE.



6. Contributions comparées des variations de stocks à la croissance semestrielle du PIB en France et en Allemagne

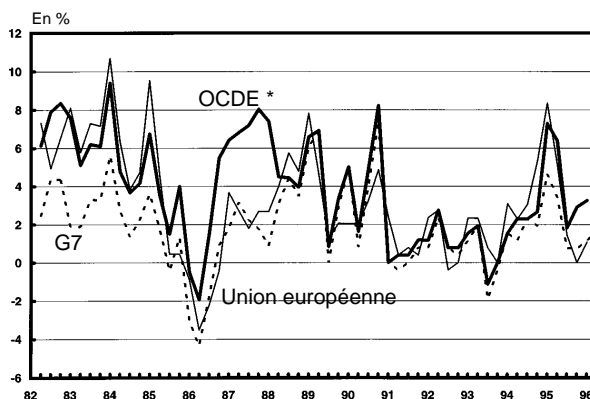
Sources : Bundesbank, INSEE, calculs OFCE.

## L'environnement nominal, facteur d'incertitude

A cet égard, les errements de la conjoncture européenne, depuis le début des années quatre-vingt-dix, ont rendu particulièrement incertain l'environnement dans lequel les agents privés ont dû prendre leurs décisions de dépenses. La défiance persistante des ménages incorpore sans doute, tout autant que l'impact immédiat d'évolutions médiocres (mais pas toujours négligeables) de revenus, celui de l'incertitude affectant leurs perspectives d'emploi et leur revenu permanent escompté. Les entreprises sont confrontées à l'instabilité des conditions de marché. Dans l'ensemble de l'OCDE, et spécialement en Europe, les prix à la production manufacturiers, après plusieurs années de faibles hausses, voire de baisses momentanées, ont vivement accéléré en 1994, lorsque la reprise des débouchés est devenue pleinement perçue (graphique 7). C'était, au demeurant, retrouver, certes avec quelque retard, un comportement habituel des prix de production, dont les hausses s'accéléraient lorsque l'expansion se diffuse largement à l'échelle internationale (graphique 8). Les dépenses de stockage, voire les acquisitions de biens d'équipement, ont pu alors être accélérées par les anticipations de hausses des prix. Mais la fragilité de la reprise des débouchés n'a pas autorisé le retour durable des prix vers un niveau plus rémunérateur. Les prix de production ont de nouveau fortement ralenti dans l'ensemble de l'OCDE en 1995 et se sont même stabilisés en Europe à la fin de cette année.

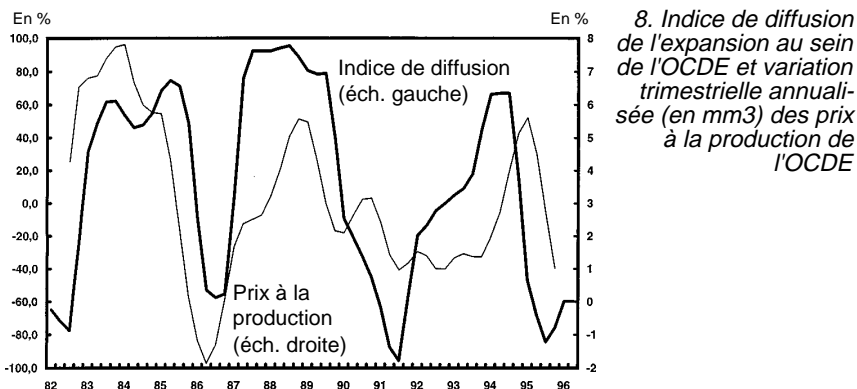
Cette instabilité du rythme des prix de production a probablement affecté les comportements de dépense et d'endettement des entreprises. Si la formation des taux d'intérêt à long terme sur les marchés financiers prend en compte les anticipations de hausse du niveau général des prix, la capacité des entreprises à assumer ces taux d'intérêt dépend des prix de vente qu'elles pratiquent elles-mêmes, puisque ceux-ci conditionnent leur rentabilité. Mesuré par référence au dernier glissement annuel connu des prix à la production, le taux d'intérêt réel à long terme moyen de l'OCDE présente une allure beaucoup plus cyclique que lorsqu'il est classiquement mesuré sur la base du mouvement des prix à la

7. Prix de production de l'OCDE \*, du G7 et de l'Union européenne (variation trimestrielle annualisée)



\* Sont exclus les pays à très forte inflation.

Sources : OCDE, BDM-INSEE, calculs OFCE.



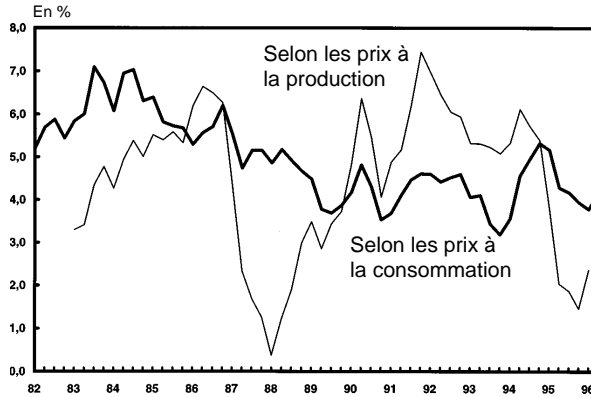
Sources : OCDE, estimations OFCE.

consommation (graphique 9). Particulièrement élevé de 1991 à 1993, et facteur alors de récession, il se replie sensiblement par la suite, surtout en 1994. Ceci aurait pu marquer le terme d'une période de désendettement des entreprises, à tonalité déflationniste, mais l'année 1995 est venue jeter le trouble. Le taux réel à long terme ainsi mesuré remonte alors, surtout si on s'intéresse spécifiquement à l'Europe (graphique 10), où, au demeurant, il est resté, depuis dix ans, le plus souvent au-dessus du taux moyen de l'OCDE. La stabilisation des prix de production, au cours de 1995, et le renchérissement réel conséquent du crédit, en dépit des baisses de taux nominaux, ont sans doute de nouveau freiné les dépenses des entreprises et confirmé leur prudence devant l'appel au crédit. Certes, un calcul rigoureux des taux d'intérêt réels subis par les entreprises devrait prendre en compte les anticipations de prix de vente, mais ces anticipations apparaissent aujourd'hui bien difficiles à forger : la déception de 1995 fait subir aux entreprises européennes une contrainte concurrentielle dont la sévérité les prend à contre-pied, alors qu'elles venaient à peine de s'engager dans l'expansion.

Bien sûr, cette contrainte agit différemment selon les pays, en fonction de l'évolution du change. Lorsqu'on considère l'évolution des prix de production manufacturiers en monnaie nationale, sur une base 100 en 1992 (c'est-à-dire pour une année de conjoncture moyenne, à la veille des secousses monétaires internationales et de la récession européenne), l'éventail des trajectoires nationales présente une relation limpide avec la hiérarchie des évolutions de change (graphique 11) : c'est dans les pays à monnaie dite forte (Japon, Allemagne, France) que la modération des prix manufacturiers est particulièrement prononcée de 1993 à 1996, avec même une baisse continue dans le cas du Japon. Les évolutions française et allemande font preuve d'une parenté étroite. Les Etats-Unis occupent une position médiane tandis que, jusqu'à la mi-1995, les hausses de prix à la production sont fortes dans les pays à monnaie faible du Nord et du Sud de l'Europe. Depuis la mi-1995 cependant, la stabilisation des prix de production tend à se généraliser en Europe, face à la diffusion du repli de l'activité. Des baisses de prix importantes se font jour en Suède et l'orientation globale des prix de production est modérément baissière au sein du couple franco-allemand.

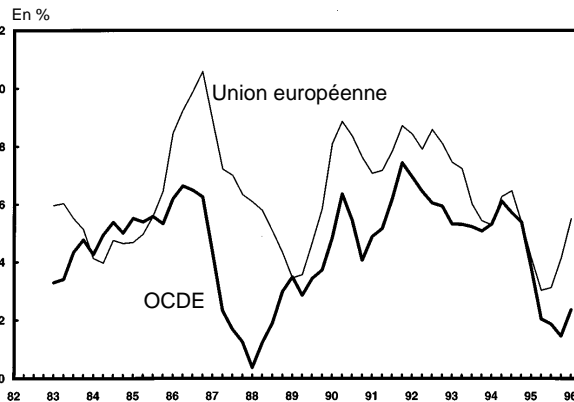


9. Taux d'intérêt réel \*  
à long terme de  
l'OCDE, selon les prix  
à la consommation ou  
à la production



\* Le taux d'intérêt réel est calculé comme la différence entre le taux d'intérêt nominal et le dernier glissement annuel des prix.  
Sources : OCDE, BDM-INSEE, calculs OFCE.

10. Taux d'intérêt réel \*  
à long terme (selon les  
prix à la production)  
pour l'OCDE, et l'Union  
européenne

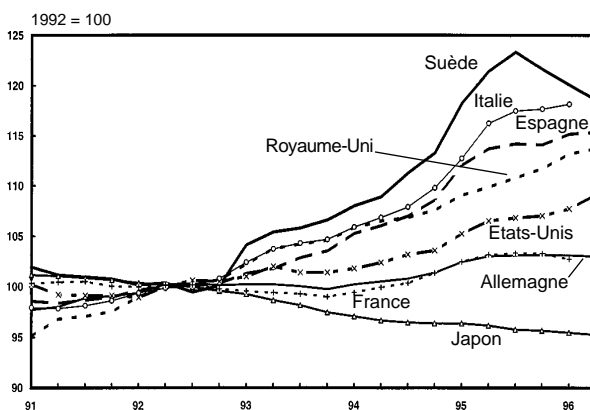


Sources : OCDE, BDM-INSEE, calculs OFCE.

Ces évolutions des prix de production nationaux n'ont permis de corriger que partiellement et progressivement les variations de compétitivité induites par les importants mouvements de change survenus depuis 1992. Lorsque les prix à la production nationaux sont convertis en dollars, au taux de change courant, l'éventail de leurs évolutions est largement inversé (graphique 12). En 1993 et 1994, les pays européens à monnaie faible disposent d'un avantage appréciable de compétitivité, tandis que la situation inverse prévaut pour le Japon. Le couple franco-allemand, d'abord avantagé par rapport aux Etats-Unis lorsque le dollar monte vis-à-vis du mark en 1993, perd ensuite sur tous les fronts. En fin de période, depuis la mi-1995, la hiérarchie de la compétitivité des prix à la production se resserre et se stabilise. La baisse du yen a permis au Japon de renverser la dérive négative de sa compétitivité, sans pour autant relâcher son effort de modération des prix à la production, exprimés en monnaie nationale. Le couple franco-allemand neutralise sa position compétitive à l'égard des Etats-Unis (l'année 1992 étant prise comme

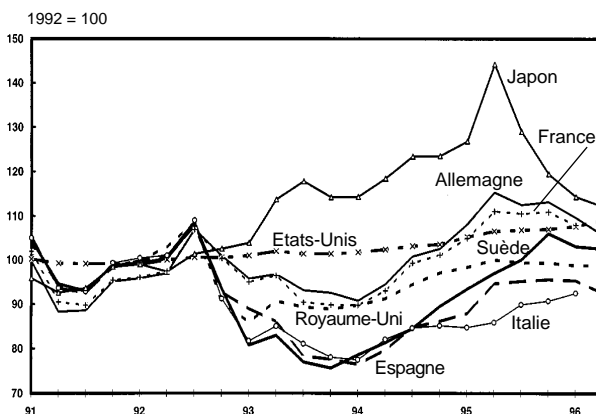
référence), tandis que les pays européens à monnaie faible conservent un avantage non négligeable.

Ainsi, une force de rappel vers un « prix unique » semble progressivement imposer sa loi aux producteurs sur les marchés internationaux. Tout se passe comme si la trajectoire des prix américains, en position médiane lorsqu'on considère les évolutions en monnaie nationale, définissait la norme d'évolution de ce « prix unique ». Cette force de rappel n'empêche pas l'apparition d'avantages ou de déficits de compétitivité susceptibles de durer suffisamment longtemps pour avoir des effets persistants (notamment en termes de parts de marché). Mais les producteurs font effort pour adapter progressivement leurs prix aux conditions de la concurrence internationale. Ce faisant, ils reportent sur leur rentabilité ou leurs coûts les contraintes conséquentes. Dans le cas du couple franco-allemand, le coût de la monnaie forte pèse lourdement sur le marché du travail et va ainsi à contresens d'une consolidation de l'expansion, à un moment où les ménages ont besoin d'être davantage confiants dans les perspectives d'emploi.



11. Indices de prix à la production, en monnaie nationale

Sources : OCDE, BDM-INSEE, calculs OFCE.



12. Indice de prix à la production, en dollars

Sources : OCDE, BDM-INSEE, calculs OFCE.

## **La reprise européenne, à pas comptés, laissera détendu le contexte financier international**

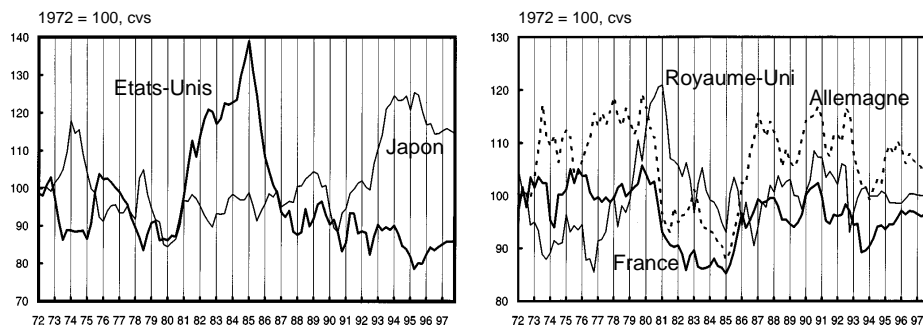
Peut-on considérer, en prenant en compte tous ces facteurs, que le repli conjoncturel européen a néanmoins atteint, au cours de 1996, son point bas ? La simultanéité des ajustements budgétaires (atténués, il est vrai, par la réalité des pratiques budgétaires) est un frein puissant à la réactivation européenne, en donnant tout son poids au jeu du multiplicateur sur l'espace conjoncturel européen : d'après la nouvelle version du modèle MIMOSA, ce multiplicateur est de l'ordre de trois, c'est-à-dire qu'une réduction permanente des dépenses publiques de 1 % du PIB dans tous les pays de l'Union européenne (effectuée toutes choses égales par ailleurs, en particulier à taux d'intérêt nominal donné) provoque, en écart à la trajectoire de référence, une chute de 3 % du PIB européen, atteinte dès la deuxième année (après 2,5 % la première). En ce sens, les derniers plans d'ajustement décidés en Italie et en Espagne vont plutôt à contresens d'une reprise européenne.

Il convient cependant d'être attentif aux signes de redémarrage, même encore ténus et minoritaires, qui peuvent apparaître dans certains pays, a fortiori s'il s'agit d'un pays clef comme l'Allemagne. Les indicateurs avancés de l'activité élaborés par l'OCDE sont revenus sur une pente franchement positive, depuis le début 1996, au Danemark (où les revenus salariaux se portent bien), en Irlande (où les investissements étrangers tirent toujours la croissance), aux Pays-Bas (où la bonne tenue de l'emploi régularise l'activité), petits pays dont il n'est pas rare, dans le passé, qu'ils aient devancé les retournements européens. Au début de l'été 1996, les indicateurs avancés portant sur l'Allemagne, la Belgique, le Luxembourg connaissent aussi un redressement, alors qu'ils restent éteints en France et dans les pays du Sud de l'Europe. Un réamorçage de l'activité, en Allemagne et dans les pays adjacents comme ceux du Benelux, s'esquisse aujourd'hui. En ce cas, la zone mark serait de nouveau à l'avant-garde du mouvement conjoncturel. Le retournement positif de certains indicateurs de demande est susceptible de modifier l'attitude des entreprises dans ces pays, en matière de stocks voire d'investissement. Les hausses timides de prix à la production au sein des zones de l'OCDE et de l'Europe, prises globalement, depuis le début 1996, témoignent peut-être aussi d'une meilleure tenue des marchés. C'est un mouvement fragile, qui s'appuie en Allemagne sur un redressement des entrées de commandes, principalement à l'exportation, mais qui n'a pas encore pleinement convaincu les producteurs de sa durabilité : l'appréciation de ceux-ci sur la demande et les stocks reste prudente. Si ce mouvement se confirme à l'automne, la situation européenne pourrait se débloquer, la meilleure situation des entreprises permettant alors de redresser progressivement les perspectives d'emploi offertes aux ménages. Cette confirmation signifierait que, dans les pays européens auparavant contraints par les restrictions monétaires, le relâchement récent est devenu suffisamment incitatif pour libérer un comportement de stockage plus positif et compenser l'impact des ajustements budgétaires.

La désynchronisation des conjonctures américaine et européenne, au cours des dernières années, n'a pas signifié leur indépendance réciproque. La capacité de stérilisation par l'Europe (et spécialement l'Allemagne) des influences monétaires et financières venues d'outre-Atlantique est restée tout à fait limitée. La désynchronisation de l'activité entre les Etats-Unis et l'Europe n'a pas témoigné d'une indépendance accrue de l'Europe mais de la force des effets de transmission inverse entre les deux zones: l'expansion américaine, si elle s'appuie sur un dollar sous-évalué et contribue à élever les taux d'intérêt mondiaux, induit pour les européens un état des paramètres monétaires et financiers peu compatible avec leur propre expansion. La désynchronisation réelle est allée de pair, jusqu'à la fin 1995, avec une convergence accrue des taux d'intérêt nominaux à long terme, au sein d'une économie financière internationale plus intégrée. Les européens, plus angoissés devant l'inflation que les américains alors qu'ils ont davantage de chômage, ont leur responsabilité dans cette situation. En retour, la dépression européenne a laissé libre, pour s'investir à l'extérieur du continent, une épargne dégagée par le désendettement des agents privés. Elle a contribué à amortir les tensions que pouvait engendrer la croissance rapide d'autres régions du monde. La reprise qui se dessine aujourd'hui en Europe ne paraît pas d'une intensité telle qu'elle modifie fondamentalement cette situation, même si elle permet une remise en phase des conjonctures régionales. A l'horizon de la prévision, elle reste compatible avec une détente progressive des conditions de financement à long terme, même si celle-ci est freinée, sur la première moitié de 1997, par la vigilance des marchés face aux risques inflationnistes américains. La progression modérée du dollar qui serait soutenue, sur cette même période, par le différentiel des taux courts entre les Etats-Unis et l'Europe favorisera aussi, via un partage des marchés moins défavorable à cette dernière, une meilleure répartition de la croissance mondiale.

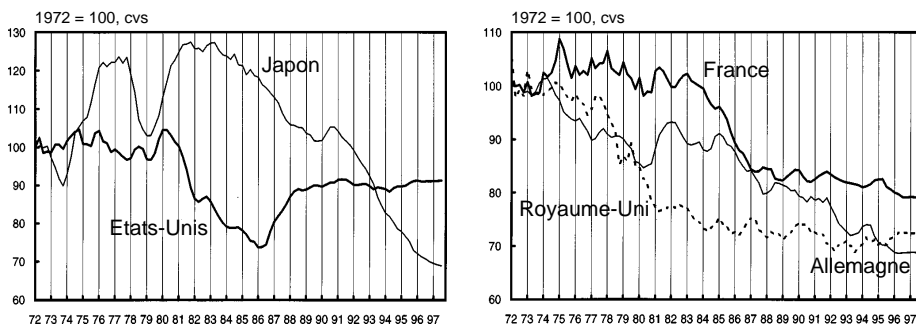
Les corrections intervenues dans nombre de pays émergents — une dépréciation modérée de leur taux de change réel depuis la mi-1995, des entrées de capitaux plus attentives aux capacités d'absorption nationale, des politiques économiques plus prudentes — éloignent les risques de rupture financière, redoutés après la crise mexicaine, et consolident les perspectives de croissance dans ces pays, même si elles se traduisent par des rythmes plus soutenables de progression de leurs importations, après les chiffres très élevés de la première moitié de la décennie. Au total, le commerce mondial, qui aura considérablement ralenti de la mi-1995 à la mi-1996, retrouverait un rythme honorable à partir du second semestre 1996, approchant les 7 % l'an, sans pour autant égaler le rythme atteint durant la reprise de 1994. Le retour des taux de change au voisinage de valeurs moins éloignées des valeurs supposées d'équilibre contribuera à stabiliser les rapports de compétitivité et le partage des marchés, qui s'étaient fortement déformés dans les années récentes (graphiques 13 et 14).

### 13. Prix relatifs à l'exportation de produits manufacturés \*



\* Rapport du prix des exportations du pays considéré sur la moyenne des prix de ses principaux concurrents.  
Sources : OCDE, Bundesbank, calculs et estimations OFCE.

### 14. Part de marché à l'exportation de produits manufacturés \*



Sources : OCDE, Bundesbank, estimations et prévisions OFCE.

## Mouvements de capitaux : l'épargne européenne et japonaise fait le bonheur des autres

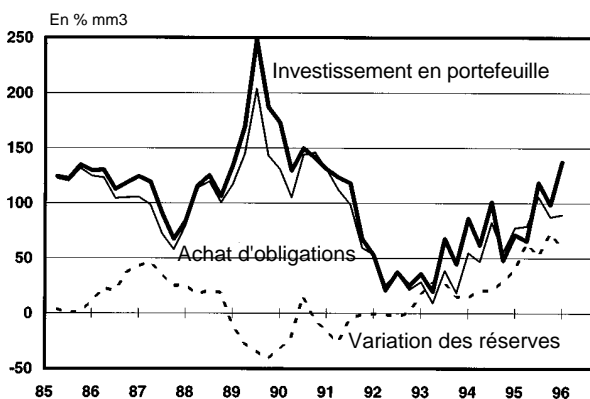
Les marchés internationaux de capitaux se caractérisent actuellement par une grande liquidité. Celle-ci atténue les tensions que pourrait susciter la croissance américaine et facilite, depuis le début de 1996, une déconnexion à la baisse des taux européens sans compromettre le financement des économies émergentes. Face aux forts contrastes des besoins de capitaux entre zones, rarement les marchés paraissent avoir joué de façon aussi peu conflictuelle leur fonction de redistribution de l'épargne. L'épargne de précaution européenne et japonaise finance sans tension la croissance des pays dynamiques.

Du côté japonais, l'excédent des paiements est en net recul, et la tendance des résidents privés à exporter leur excédent d'épargne ne cesse de se confirmer au fil des trimestres. Ce recyclage a été impulsé jusqu'à la fin de l'an dernier par une politique active de décreu du yen qui s'est traduite par d'importants achats officiels de titres publics américains

par la banque centrale japonaise. Ce mouvement s'atténue maintenant que le yen avoisine la cible des 110 yens pour un dollar. La perspective d'une politique budgétaire plus rigoureuse dans les trimestres à venir, devrait encourager la Banque centrale à maintenir le cap de la détente monétaire. Compte tenu de la demande intérieure modérée envisagée au Japon au cours des prochains trimestres et de l'orientation du *policy mix*, il est peu probable que le risque de raréfaction de la liquidité mondiale provienne de ce pays (graphique 15).

La position européenne est moins tranchée. Les incertitudes qui prévalent sur la réalisation de la monnaie unique et sur les perspectives de croissance rendent les flux de capitaux plus instables. Du côté de l'offre de liquidités, les investisseurs privés européens non bancaires montrent peu d'engouement à investir en portefeuille à l'étranger. C'est le système bancaire qui se charge d'exporter l'excès d'épargne. Cet élément explique la montée de l'activité transfrontière des grands groupes bancaires européens, et en particulier le renforcement de la présence étrangère des groupes allemands. Selon la BRI (août 1996), la part des banques européennes dans l'encours de créances mondiales a augmenté pratiquement sans arrêt depuis 1985, passant de 41 % à la fin de 1985 à 58 % à la fin de 1995.

En contrepartie, les emprunteurs européens ont bénéficié au cours de 1995, après l'important reflux des achats de titres par les étrangers en 1994, de financements plus importants. Ce regain d'intérêt a reflété les pressions déflationnistes persistantes, qui ont renforcé les anticipations de décreue des taux, et ce faisant, de plus-values sur titres. Cependant les placements étrangers en Europe demeurent en 1995 très en deçà des niveaux atteints au début de la décennie 1990. Le double mouvement de déconnexion des taux longs entre les Etats-Unis et l'Europe, qui se confirme et s'amplifie depuis plus de deux trimestres, et de convergence des rendements entre pays européens ne paraît pas tant attribuable à un retour (sélectif) des investisseurs étrangers sur le vieux continent qu'à des facteurs internes. Dans le cas français, par exemple, l'égalisation des taux longs à ceux de l'Allemagne, est principalement imputable aux investisseurs institutionnels domestiques. En effet, au cours du premier



15. Part de l'excédent courant japonais recyclé sous forme de titres

Sources : OCDE, BDM-INSEE, calculs OFCE.

semestre, les investisseurs étrangers ont vendu pour 150 milliards de francs d'OAT et d'autres titres publics, alors qu'ils avaient accru leur position de 11 milliards en 1995.

La crédibilité renforcée de réalisation de la monnaie unique à l'échéance prévue est donc avant tout le fait des résidents. Les Pays-Bas, la France, et la Belgique ont maintenant quasiment annulé leur écart de rendement à long terme avec l'Allemagne. Une importante prime de défiance continue à peser sur l'Italie et l'Espagne, mais cette dernière tend à se résorber rapidement. Dans le cas de ces pays, et notamment depuis le sommet de Dublin, il semble que les investisseurs internationaux parient sur la convergence. Les professionnels et les *Hedge Funds* londoniens misent ainsi de plus en plus sur les marchés périphériques européens. L'Espagne en est le principal bénéficiaire. Alors que près de 4 points séparaient le rendement des *bonos* espagnols de celui des *Bund* allemands à 10 ans en début d'année, l'écart revient à moins de 2 points à la fin septembre. A l'opposé, les doutes sur la volonté d'intégration britannique ou danoise pénalisent ces deux marchés, qui enregistrent de moindres progrès en terme de convergence, et qui sont menacés d'être rejoints par l'Europe du Sud en matière de condition de crédit.

Au bout du compte, ce sont les marchés émergents, et le marché des titres américains qui apparaissent comme les principaux bénéficiaires de la liquidité mondiale. La part du financement étranger de la croissance américaine est considérable. Les entrées brutes de capitaux en proportion du PIB ou du crédit intérieur ont atteint en 1995 un niveau historiquement élevé, sans doute accentué par les anticipations d'appréciation du dollar. Et le début de 1996 n'atténue pas ces tendances. La dilution des besoins de financement américain sur un marché global particulièrement liquide a atténué les tensions qu'aurait pu provoquer sa croissance. Les Etats-Unis ont été largement bénéficiaires de l'abondance de liquidités libérées par les faibles opportunités d'investissement en Europe, soit qu'elles aient pris directement le chemin de placements aux Etats-Unis, soit qu'elles aient concouru au financement des régions de l'économie mondiale en forte expansion et demandeuses de produits américains. Si l'on considère que la faible croissance européenne est largement imputable aux choix délibérés de politique économique, il est frappant que, à la différence de la déperdition de croissance européenne dans la « préférence financière », les Etats-Unis renvoient une autre image : les arbitrages financiers internationaux et ceux des résidents américains ont soutenu la demande de biens américains.

Simultanément à une large prise en charge du déficit public américain, il est vrai réduit, par le reste du monde, la propension aux placements financiers des ménages américains a nettement régressé. Cette faiblesse trouve sa contrepartie dans l'achat de biens. Contrairement au précédent cycle, où les ménages avaient bien davantage privilégié l'affectation de leurs ressources (de revenu et d'emprunt) à l'épargne financière, l'engouement des investisseurs étrangers semble avoir libéré un potentiel de dépenses de la part des ménages. La forte appréciation de la valeur des actifs financiers, conjuguée à des rendements plutôt faibles, aurait détourné les ménages d'une épargne financière supplémentaire et contribué positivement à la demande finale.

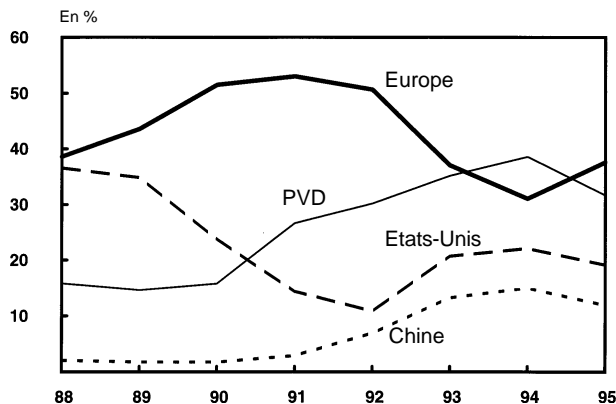
On peut cependant s'interroger sur la stabilité des paramètres financiers qui découlent de cette abondance de liquidité. Les risques de surévaluation des actifs ne sont pas à éliminer. Jamais le rendement des actions n'a été aussi faible aux Etats-Unis (un ratio dividendes / cours proche de 2 %). Une hausse de un point des taux longs conduirait dans ces conditions (pour un Dow Jones inchangé) à un écart de rendement entre les obligations et les actions comparable à celui qui prévalait à la veille du krach boursier de 1987. A partir du début de 1995, la bourse américaine avait bénéficié normalement de la détente obligataire. Le fait que la remonté des taux longs au début de 1996 n'ait amené aucune correction du prix des actions, montre que l'attrait actuel de la bourse continue à reposer sur des espérances de plus-values. Ce genre de processus peut connaître un retournement brutal, surtout si l'économie s'avèrait plus vulnérable aux signaux inflationnistes. Dans un tel contexte, un durcissement de la politique monétaire et une élévation des rendements à long terme provoqueraient une chute de tous les actifs, spécialement brutale dans le cas des actions. Le mouvement haussier du dollar pourrait alors être remis en cause. Il est important de souligner que le scénario financier retenu centralement par cette chronique ne retient pas la réalisation de ce risque.

Enfin, cette situation de forte liquidité internationale a permis que la crise mexicaine n'ait que des effets limités sur l'investissement en portefeuille (composante la plus vulnérable) à destination des pays émergents, et en particulier latino-américains. Après avoir chuté au premier trimestre de 1995, les flux de capitaux vers l'Asie, le Brésil et l'Argentine ont repris et s'amplifient en 1996. Les investissements ont également retrouvé le chemin du Mexique. Sur l'ensemble du premier semestre, les émissions nettes de titres obligataires de ces pays excédaient déjà le record annuel de 1994 sur les euro-marchés. Le total des émissions de titres (obligations et euro-effets) des pays latino-américains s'élevait à près de 22 milliards de dollars sur l'ensemble du premier semestre (au lieu de 15 milliards pour l'ensemble de 1994). Il s'élevait à 9,6 milliards pour les pays asiatiques (12,6 en 1994). Simultanément, les investissements en capital (investissements directs et achats d'actions) s'affirment comme la principale source de financement de ces économies : plus du tiers des investissements directs mondiaux ont encore pris le chemin des pays asiatiques et latino-américains en 1995 (soit 100 milliards de dollars en 1995 au lieu de 87 en 1994).

Ce dynamisme de l'investissement direct à destination des pays émergents s'inscrit dans un mouvement général de délocalisation à l'échelle mondiale. L'Europe (en dehors de l'Allemagne, pénalisée par son handicap de compétitivité), bénéficie aussi d'entrées de capitaux, mouvement de fond qui s'affranchit en grande partie des fluctuations conjoncturelles. Mais c'est surtout l'affirmation des Etats-Unis, comme principal investisseur mondial, (en remplacement du Japon), au cours des quatre dernières années, qui constitue le fait le plus marquant (graphiques 16 et 17). Les Etats-Unis renouent ainsi avec une tradition d'internationalisation de leur appareil productif, et de maîtrise des marchés extérieurs. Cet élément renforce encore le sentiment que les Etats-Unis ont mis à profit ce dernier cycle pour améliorer leur assise productive et compétitive.

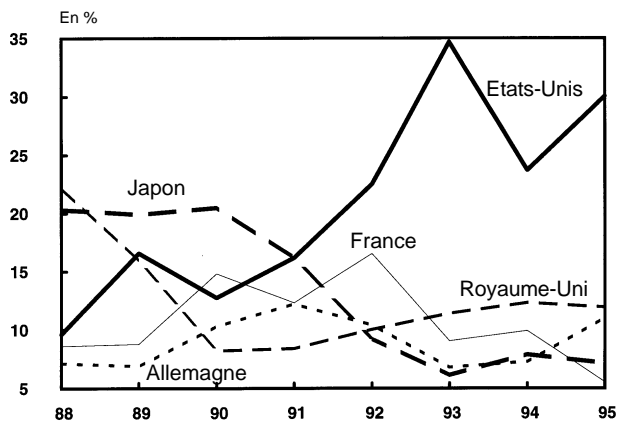


16. Investissement direct (entrées), en pourcentage du total monde



Sources : FMI, calculs OFCE.

17. Investissement direct (sorties), en pourcentage du total monde



Sources : FMI, calculs OFCE.

## Etats-Unis: d'où pourrait venir l'inflation ?

Au vu de la forte croissance du premier semestre, le ralentissement de 1995, qui avait ramené l'économie américaine au voisinage de son niveau d'activité potentiel, a fait place à une nouvelle accélération. Après un chiffre de 1,6 % au cours de 1995, le rythme annualisé de progression de la demande intérieure finale s'élève à 4 % puis 4,8 % les premier et deuxième trimestres 1996 respectivement. Ce rebond d'activité d'une ampleur inattendue pose la question de sa durabilité et donc des risques de dérapage inflationniste, sachant qu'en 1994, les autorités monétaires étaient déjà intervenues pour brider une croissance jugée s'approcher de ses limites. De fait, les autorités monétaires restent vigilantes, tandis que les marchés financiers ont amorcé une reprise sensible des taux à long terme au premier semestre. En 1996, la croissance restera supérieure à

celle du rythme potentiel, estimé à 2,3 % l'an, alors que le niveau d'activité est déjà élevé. Sachant qu'une partie du regain d'activité s'explique par des facteurs exceptionnels, il reste à définir la tendance sous-jacente. L'accélération observée est-elle compatible avec le scénario d'une croissance équilibrée ou bien nécessitera-t-elle un resserrement monétaire suffisamment préventif et affirmé ?

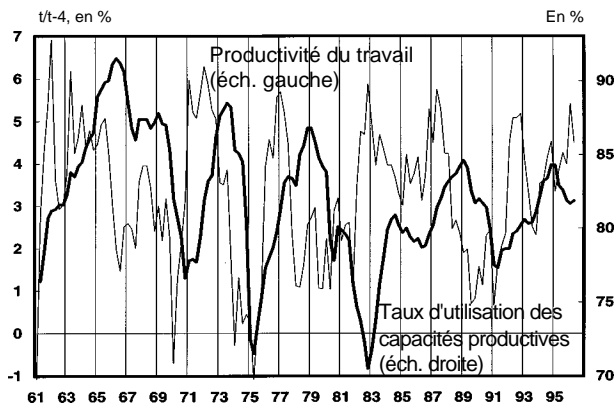
L'intensité du redémarrage soulève la question de l'attitude des entreprises. Grâce au ralentissement de 1995, la demande s'est rapprochée de l'offre potentielle et les capacités de production dans le secteur manufacturier restent relativement détendues. Il existe donc une marge de croissance avant que la demande ne se heurte à une trop grande rareté du capital. Par contre, la situation du marché du travail préoccupe davantage les autorités monétaires. Fortement créatrice d'emplois (250 000 par mois sur le premier semestre), la croissance américaine a fait baisser le taux de chômage de 5,6 % au début de l'année à 5,1 % en août, en-dessous de la dernière estimation du taux d'équilibre du marché du travail<sup>2</sup>, laissant planer ainsi la possibilité d'une résurgence de l'inflation salariale. Pour l'heure, les salaires n'ont pas marqué d'accélération spécifique. Dans l'ensemble de l'économie, la progression sur un an s'est stabilisée autour de 3 %. Les augmentations de salaire nominal apparaissent, aux Etats-Unis, contenues dans des limites étroites, assez peu sensibles aux tensions du marché. D'autre part, si l'on décèle, dans les entreprises manufacturières, une tendance haussière des salaires nominaux depuis le début de l'année, elle est absorbée par des gains de productivité qui continuent d'être positivement orientés. La vague d'investissements, notamment en informatique, y concourt. Les dépenses des entreprises en matériel informatique représentent aujourd'hui plus de 20 % des achats d'équipements contre 10 % au début de 1992. Déjà, la hausse de productivité enregistrée en 1995 est atypique dans la mesure où elle s'est produite en période de ralentissement, ce qui laisse supposer une efficacité accrue des facteurs de production. La relative rigidité nominale des salaires et la compensation de leur hausse par des gains de productivité réguliers protègent les marges bénéficiaires et limitent le risque d'inflation par les coûts (graphique 18).

Il se peut donc que les tensions inflationnistes restent plutôt localisés aux marchés de biens et services. Mais là encore, on peut supposer que les limites de la croissance ont été reculées par l'ampleur de l'effort d'investissement effectué sur le cycle récent. Cependant, bien que les achats de biens d'équipement industriel aient de nouveau modérément repris sur le premier semestre 1996 après un an de stabilisation, l'investissement d'extension des capacités connaît encore une pause. En fin de compte, on peut estimer qu'une croissance de l'ordre de 2,5 % l'an ne s'accompagnera que d'une remontée très progressive du taux d'utilisation des capacités manufacturières.

---

2. Estimé à 6-6,2 % jusqu'à une période récente, le taux de chômage d'équilibre a été abaissé à 5,7 % par la FED.

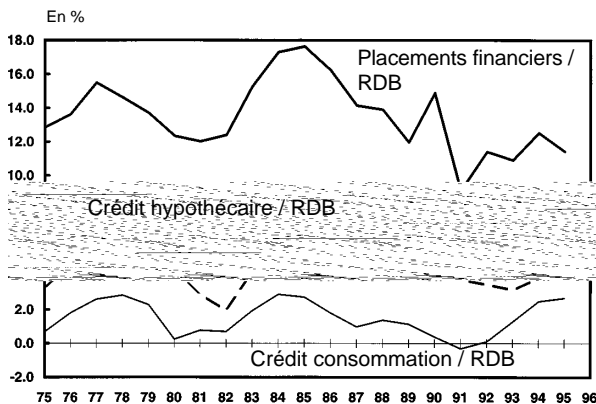
18. Productivité du travail et taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie manufacturière



Sources : Federal Reserve, BLS.

Le redémarrage de la croissance est tiré par toutes les composantes de la demande et accentué par des facteurs exceptionnels et transitoires. Ainsi, la forte contribution des dépenses publiques tient principalement à la réalisation de certaines dépenses différées l'hiver dernier, en raison de la fermeture des administrations et des difficultés climatiques. Simultanément, au vu des expériences passées et malgré l'objectif de rééquilibrage des finances publiques, la période préélectorale peut être propice à une propension publique à dépenser un peu plus importante. Mais, plus fondamentalement, les agents privés ont été particulièrement dépensiers. Les ménages, confortés par des revenus disponibles en hausse et une forte valorisation de leurs actifs financiers, ont accéléré leurs achats de consommation (graphique 19). Une partie de ce surcroît de dépenses a peut-être été due à des achats prévus depuis plusieurs mois, mais différés par les aléas climatiques ou les problèmes d'approvisionnement dans les magasins. La consommation privée est passée d'un rythme annualisé de moins de 2 % au cours de 1995 à 3,5 % sur chacun des deux premiers trimestres de 1996. L'investissement résidentiel s'est aussi accéléré sensiblement sous l'effet de la détente des taux hypothécaires de 1995. Les entreprises, en revanche, ont adapté leurs investissements à la détente des capacités productives intervenue en 1995 et la reprise de leurs achats de biens d'équipement, sur le premier semestre 1996, est modérée. Le surcroît de demande semble avoir surpris entreprises et distributeurs eux-mêmes, obligés de réduire excessivement leurs stocks, notamment chez les détaillants, tandis qu'une part croissante de la demande a dû être satisfaite par des importations.

Les indicateurs disponibles indiquent un infléchissement en cours du rythme de la progression de la demande, sans pour autant traduire un retournement prochain. Les ventes de voitures neuves se sont ralenties sur les mois d'été tandis que le commerce de détail enregistre une croissance moyenne. Dans l'immobilier, les signes sont plus diffus mais la tendance semble se modérer. Dans l'industrie, les entrées en commandes de biens durables semblent se normaliser après l'envolée du printemps dernier. Cet infléchissement ne compromet en rien l'optimisme



19. Comportement d'emprunt et de placement (flux) des ménages américains

Sources : Flow of funds account, calculs OFCE.

ambiant. L'indicateur de confiance des ménages calculé par le *Conference Board*, continue d'augmenter pendant le troisième trimestre pour approcher les sommets de 1988-1989 (pic d'un cycle de consommation particulièrement soutenu) tandis que dans l'industrie, les perspectives restent favorables.

Même si les facteurs de ralentissement de l'activité ne jouent que progressivement, il reste que les soutiens à la croissance apparaissent moindres que durant la reprise de 1992-1993. La politique monétaire est neutre, voire légèrement contraignante, et les limites à l'endettement des ménages sont atteintes. L'encours de dette à court terme rapporté au revenu des ménages est supérieur, depuis l'hiver dernier, au sommet de la deuxième moitié des années quatre-vingt et les rééchelonnements de remboursement commencent à se multiplier. La réforme de la législation sur la faillite personnelle facilite cependant une gestion en douceur des défaillances. De fait, on perçoit depuis la fin 1995 un ralentissement des flux de crédits à la consommation. Cette composante devrait donc cesser de jouer à l'horizon de la prévision. La propension à consommer des ménages pourrait néanmoins continuer à bénéficier d'un effet de richesse associé à la très forte montée des cours boursiers, à moins d'un réajustement brutal du prix des actifs, risque qui ne serait pas à exclure complètement si la situation venait à réclamer un brusque coup de frein des autorités monétaires. De leur côté, les entreprises, dont la situation est saine et qui réalisent d'importants profits, maintiennent un courant d'investissement important. Il est cependant prévisible qu'elles l'adapteront aux infléchissements de la demande.

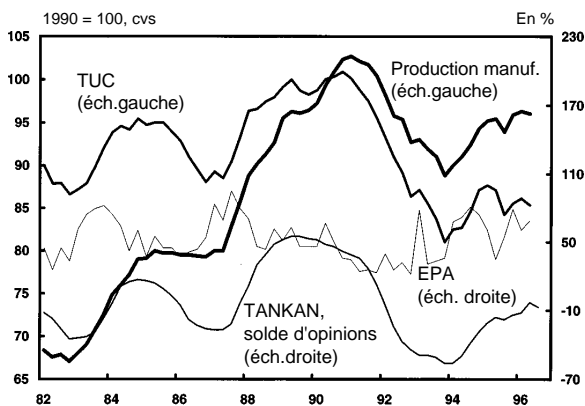
Dans ce scénario, la demande intérieure devrait progressivement accroître les tensions sur les capacités, d'ici le printemps de l'année prochaine. Les marchés obligataires prendraient en compte cette situation par un redressement modéré et transitoire des rendements tandis que la politique monétaire se resserrerait, à cet horizon, de façon graduelle mais tangible. Le risque de surchauffe serait ainsi rapidement enrayé. Le rythme de croissance de l'économie américaine, encore élevé en moyenne annuelle (2,6 % en 1997 après 2,4 % en 1996), reviendrait à hauteur de 2 % l'an sur la seconde partie de 1997.

## Japon : ciel de traîne

L'activité nipponne affiche une franche reprise au premier semestre de 1996, avec une progression de 2,1 % du PIB par rapport au précédent semestre. Et, si l'on en croit la comptabilité nationale, le rythme de croissance avoisinerait 4 à 5 % depuis un an. Ces résultats vont au delà du rebond technique pressenti lors de la précédente chronique. Ce rebond aurait juste permis à l'économie nipponne de rattraper le retard de croissance occasionné par la conjonction des facteurs défavorables du début de l'année 1995, pour la remettre sur son sentier de moyen terme évalué alors à un peu plus de 2 % l'an. Les performances présentes conduisent naturellement à s'interroger sur la nature de la reprise, du fait notamment du réveil apparent de la consommation privée. Le scénario de récupération progressive, envisagé jusqu'ici, fragilisé par les handicaps de compétitivité, pêche peut-être par excès de pessimisme. Aurait-on surestimé jusqu'ici les faiblesses structurelles, ou sous-estimé l'efficacité de la politique économique, et éliminé de ce fait hâtivement les chances d'un scénario de reprise forte ?

Pourtant les indicateurs économiques japonais font preuve d'une curieuse dualité qui incite à s'interroger sur la fiabilité statistique du chiffre élaboré par l'agence de planification économique, principal artisan des comptes nationaux. Selon que l'on se reporte aux indicateurs mensuels sectoriels (production industrielle, commerce de détail, enquêtes auprès des ménages...), ou aux comptes nationaux, deux diagnostics différents se dégagent, dont l'un demeure conforme à ce qui était pressenti en hiver dernier. La prise en considération des indicateurs conjoncturels plaide plutôt en faveur d'une embarquée peu significative, voire éphémère, de la croissance au premier trimestre. Par ailleurs, leur instabilité au mois le mois renforce l'impression de vulnérabilité et semble davantage refléter les hésitations que l'optimisme des agents privés.

La reprise nipponne paraît en particulier se réaliser sans contribution du secteur manufacturier. Installée depuis l'été 1995 sur un rythme de croissance comparable à celui de l'année 1994, l'activité industrielle est redevenue plus hésitante depuis le début de l'année, se repliant même au deuxième trimestre (graphique 20). Ce profil, globalement plat, de l'activité manufacturière au cours des sept premiers mois de 1996 jette une ombre sur les brillantes performances du PIB affichées par l'EPA. Loin de s'installer solidement sur les rails d'une reprise, la mécanique de la croissance paraît s'enrayer à nouveau. L'enquête Tankan auprès des entreprises au mois d'août accrédite ce sentiment. Pour la première fois depuis vingt-cinq ans, le jugement des entrepreneurs du secteur manufacturier sur leur situation se dégraderait en période de reprise. Moins subjectif, l'indicateur composite avancé de l'EPA, dont un peu plus de la moitié des composants préfigurent une reprise depuis plusieurs mois, n'offre pas un profil suffisamment clair pour lever toute incertitude. Le retour du yen à un niveau moins contraignant, l'injection massive de fonds publics et le faible coût de l'argent n'ont provoqué, semble-t-il, qu'une embellie transitoire.



20. Production manufacturière, taux d'utilisation des capacités, perspectives TANKAN et indicateur avancé de l'EPA

Sources : Banque du Japon, Economic Planning Agency (EPA), calculs OFCE.

Ce contraste, entre comptabilité nationale et indicateurs industriels, est atténué par la prise en compte du nombre de jours ouvrables. La croissance apparente est dopée d'environ un demi-point au premier semestre d'une année bissextile. Par ailleurs, la progression du PIB au premier semestre comporte un fort contenu en investissement public. Le gouvernement japonais a concentré l'essentiel des dépenses de l'imposant collectif budgétaire de septembre 1995 sur les deux trimestres qui ont suivi. L'investissement public a ainsi dépassé d'un quart, au premier semestre, son niveau de l'an passé à la même période, et a contribué pour plus d'un point à la croissance du PIB en début d'année. Il est possible que la production industrielle, dont le champ exclut largement la construction, ne prenne pas toute la mesure du surcroît de demande publique.

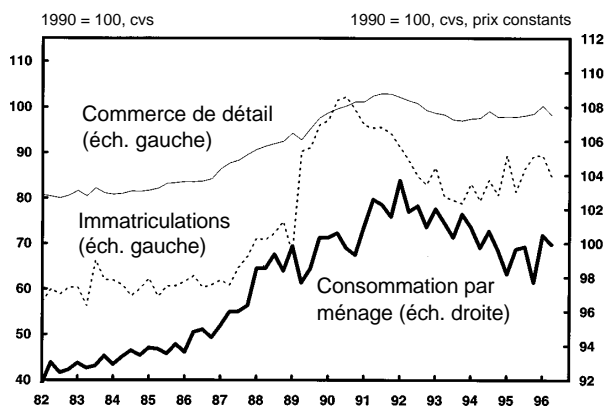
Ce ne serait pas la première fois que les à-coups de la politique publique voileraient quelque peu la perception de la tendance effective. C'est pourquoi les comportements de dépense privée délivrent une information plus fondamentale sur le caractère soutenable des performances du début d'année. Concernant l'investissement, les différents indicateurs concordent : les tendances haussières de la formation de capital résidentiel ou productif paraissent bien établies. La baisse des prix, le faible niveau des taux débiteurs et les besoins de renouvellement agissent positivement depuis plusieurs trimestres sur ces deux variables. Aussi l'affaissement de l'effort d'accumulation au milieu de l'année 1995 (en particulier pour les mises en chantier) n'affecte pas la durabilité du redressement, entamé dès 1992 pour le secteur résidentiel, et à partir de 1994 pour l'investissement productif. Il semble cependant que la hausse de TVA, programmée l'an prochain, motive un important courant d'investissement résidentiel. Aussi, on peut s'attendre à une correction après le printemps 1997. Par ailleurs le reflux des aides gouvernementales devrait affaiblir dès à présent le rythme des mises en chantier. En revanche, les plans d'investissement productif des entreprises (une hausse de l'ordre de 7 % en 1996) sont en bonne voie de réalisation.

Des doutes demeurent à propos de la vigueur et de la durabilité de la reprise de la consommation (graphique 21). La demande des ménages a connu un sursaut au premier trimestre de l'année. Selon la comptabilité nationale sa progression était de 2,4 % par rapport au précédent trimestre (chiffre d'autant plus remarquable que depuis la mi-1995, son rythme de croissance avoisinait déjà 4 % l'an). Ce chiffre est corroboré par les statistiques de ventes de détail (en progression de 2 % en volume au premier trimestre selon le MITI, dont 4,3 % pour les grandes surfaces) et par l'enquête de l'Agence de Coordination et de Management auprès des ménages (indiquant une hausse de 3 % des dépenses au premier trimestre). Quant aux immatriculations automobiles, leur redressement plus précoce remontait à l'été 1995. Il semblait alors que le regain de santé de la consommation ne s'expliquait plus seulement par les achats différés du début de l'année 1995, mais que s'amorçait un mouvement plus franc de reprise. Au second trimestre, le reflux généralisé des différents indicateurs de consommation tempère cet espoir. Ce repli est en outre confirmé par les mauvaises performances du commerce de détail en juillet.

La tendance au redressement de la consommation est donc plus modérée et fragile que ne le suggèrent les chiffres récents de comptabilité nationale : la tendance de l'ordre de 3 à 4 % l'an qui se dessine au cours des deux derniers semestres ne paraît pas devoir se maintenir plus longtemps. On sait en particulier qu'au cours des trimestres à venir les achats alimentaires seront pénalisés par un syndrome évoquant celui de la « vache folle » en Europe (une bactérie meurtrière qui contamine les produits frais). Les chiffres récents du commerce de détail en portent déjà la marque. Plus fondamentalement, ni du côté des salaires, ni de celui des comportements d'épargne, on ne décèle de mouvement susceptible d'appuyer durablement une reprise vive de la consommation. En revanche, il est probable que la perspective de majoration de la TVA au printemps prochain provoquera des achats anticipés en début d'année 1997.

Face à cette vulnérabilité de la consommation des ménages, la principale contrainte qui pèse aujourd'hui sur l'activité nippone est la perspective du reflux significatif de la dépense publique. Le gouvernement

21. Consommation par foyer (enquête MCA), commerce de détail en volume et immatriculations



Sources : Management and Coordination Agency (MCA), OCDE.

nippon paraît avoir voulu jouer son va-tout en injectant dans un laps de temps très court l'essentiel du collectif budgétaire décidé en septembre dernier. Ce faisant il a épuisé ses cartouches avant une remise en ordre de ses comptes, et l'économie ne peut plus compter que sur la dépense privée pour confirmer ses performances de début d'année. Dès la fin du second trimestre, les commandes publiques ont opéré un brusque repli, qui accrédite l'idée que l'enveloppe votée en octobre est déjà épuisée et que la croissance sera freinée durant plusieurs trimestres par le recul de l'investissement public. Cette perspective inquiétante pourrait motiver la mise en place d'un collectif supplémentaire avant la fin de l'année afin d'adoucir la transition. Ce dernier pourrait prendre la forme d'une petite baisse de fiscalité des ménages, atténuant l'impact de la hausse de la TVA sur la consommation.

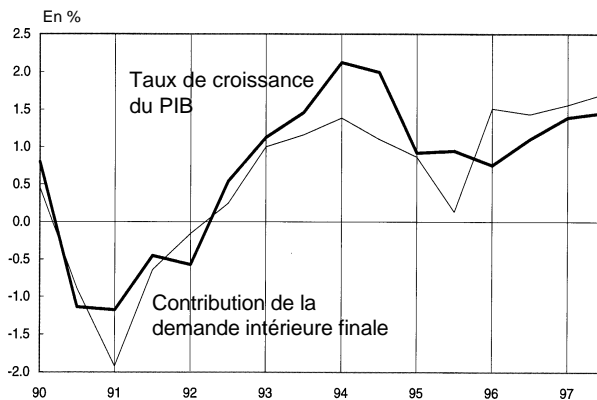
Grâce à la conjonction de facteurs favorables (rattrapage en début d'année, concentration de la dépense publique, achats anticipés avant la majoration de la TVA), l'ensemble de l'année 1996 devrait afficher une croissance supérieure à 3 %. Le second semestre sera cependant en net retrait par rapport au premier (- 1,2 %), en raison notamment d'un reflux prononcé des investissements publics (- 12,5 %). Compte tenu de cet acquis défavorable, la performance de 1997 devrait ressortir très médiocre (+ 1,6 %) sans remettre en cause, au delà des à-coups de la politique budgétaire et de la consommation, une tendance voisine de 2 % sur l'ensemble de 1996 et 1997. Sur cette période, grâce à l'évolution du change, la contribution négative des échanges extérieurs à la croissance devrait progressivement disparaître.

## **Royaume-Uni : un redémarrage davantage impulsé par la demande intérieure**

Malgré une activité encore morose au premier semestre, l'économie britannique est en train de retrouver les conditions d'un rythme plus soutenu. Après le ralentissement de 1995, la demande intérieure finale s'est sensiblement raffermie sous l'effet d'une reprise de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises. Encore deux points au-dessous de son niveau d'équilibre de moyen terme, l'activité peut entrevoir des perspectives d'expansion plus continues que ce ne fut le cas depuis 1993, si certains butoirs à la croissance sont au moins partiellement levés. En effet, en dépit du soutien de la demande externe et du stockage, l'expansion britannique était venue s'échouer sur une demande finale interne assez peu dynamique (graphique 22). La reprise de la consommation s'est difficilement affirmée, tandis que l'incitation à investir est restée médiocre. Pour autant, on peut escompter une amélioration de cette situation. Entreprises et distributeurs écoulent depuis la fin de l'année dernière leurs invendus, ajustant le niveau de stocks désiré à leur perception de la demande. Cet été, les entreprises manufacturières jugeaient encore leur niveau de stocks excessif, mais la situation était redevenue presque normale dans le commerce de détail. Avec cet assainissement, la pause de la production devrait désormais prendre fin



22. Variation semestrielle du PIB britannique et contribution de la demande intérieure (hors stocks)

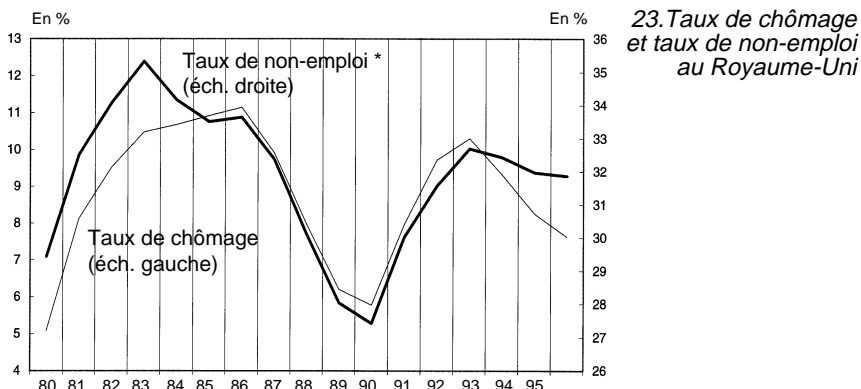


Sources : ONS, calculs OFCE.

et le comportement de stockage se neutraliser dans les prochains trimestres.

La reprise de la consommation à un rythme soutenu depuis l'hiver dernier n'est pas remise en cause par les derniers indicateurs disponibles. Les ventes au détail progressent rapidement, les crédits à la consommation restent élevés et l'indicateur de confiance se redresse. Les conditions sous-jacentes ne sont pourtant que modérément porteuses. Durant le quatrième trimestre 1995 et le premier trimestre 1996, l'activité n'a pas suscité de créations nettes d'emplois. Selon les dernières enquêtes sur l'emploi, deux emplois à plein temps étaient créés pour cinq à temps partiel (deux de ces derniers étant des emplois féminins). Dans le secteur manufacturier, les effectifs restent stables, la durée du travail s'ajustant à l'activité. Dans ce contexte, les pressions salariales restent faibles. Le salaire hebdomadaire progresse autour de 3,5 % l'an et les tendances sous-jacentes n'indiquent pas d'accélération notable. Le bas niveau du taux de chômage pourrait laisser espérer de plus fortes revalorisations s'il était effectivement révélateur de la situation du marché du travail. Mais le repli du chômage recouvre aussi celui de la population active. Pour différentes raisons (faibles incitations, précarité des emplois, scolarité plus longue), nombre de personnes en âge de travailler renoncent à se présenter sur le marché du travail. A cet égard, le taux de non-emploi est un indicateur plus significatif de l'état de ce dernier (graphique 23). En fin de compte, la part des revenus du travail dans le PIB continue de reculer.

Dans les trimestres à venir, la situation des ménages devrait s'améliorer quelque peu avec une remontée modérée de l'emploi et des revenus. Par ailleurs, les ménages devraient bénéficier de l'appréciation de leurs actifs financiers. Sur longue période, cette appréciation est régulière, si bien que les ménages ont réduit tendanciellement leur propension à l'épargne financière. Depuis 1994, cependant, on perçoit un redressement des acquisitions nettes d'actifs financiers, qui s'accélère au début de 1996. Ce mouvement peut s'expliquer par des opportunités très rémunératrices de placement (entrée en Bourse des *Building societies*) mais aussi comme la volonté de compenser pour partie la dépréciation des actifs



\* Taux de non emploi = (population en âge de travailler – emploi total) / population en âge de travailler.  
Sources : OCDE, BDM-INSEE, calculs OFCE.

immobiliers. Cette dernière s'est poursuivie encore en 1995, relativement au revenu disponible des ménages, ce qui réduit d'autant l'effet de richesse global. Ramenée à leur capital, la dette hypothécaire des ménages continue d'augmenter, et pèse fortement sur le cycle de l'immobilier, quasiment inexistant depuis la reprise, car l'effort de désendettement réduit les nouveaux engagements nets. La progression des crédits à la consommation n'est cependant pas entravée par ce processus, ce qui contribue à soutenir les achats de biens durables. La consommation se substitue ainsi à l'investissement-logement, découragé.

Dans cet environnement, les entreprises apparaissent mieux armées pour relancer l'activité par les dépenses d'investissement. Dans le secteur privé, la reprise des achats de biens d'équipement de la mi-1993 a marqué une pause sur l'essentiel de l'année 1995, devant le repli des anticipations de demande et la détente des taux d'utilisation des capacités productives. L'investissement a cependant repris dès la fin de l'année dernière. Dans le secteur manufacturier, le mouvement est décalé, l'investissement continuant à baisser au début de cette année. Plusieurs facteurs jouent en faveur d'une croissance davantage tirée par les dépenses d'investissement. Si le taux d'utilisation du capital se situe actuellement autour de sa moyenne de long terme, certaines entreprises manufacturières craignent, selon une enquête de la confédération patronale, un risque de rareté du capital, dans le cas où l'amélioration des perspectives de production se vérifierait sur les prochains mois. Ce risque de tensions sur les capacités n'est pas étonnant. Le stock de capital aurait baissé pendant trois ans avant d'augmenter faiblement l'année dernière, et le taux d'investissement ne s'est toujours pas redressé. Les besoins de renouvellement et d'extension devraient donc amplifier l'effort d'investissement, d'autant que la situation financière des entreprises est plutôt favorable. Le taux de profit reste élevé et, la contrainte du désendettement étant levée depuis la fin de 1994, les entreprises ont repris un comportement normal de recours à l'emprunt bancaire. Par ailleurs, l'appareil productif britannique fait l'objet d'une vague de restructurations financières qui pourrait se traduire par des investissements physiques dans les années à venir. Les entreprises britanniques elles-

mêmes se sont engagées dans une vaste opération de fusions et acquisitions, qui continuait au premier trimestre. Les investissements directs étrangers réalisés au Royaume-Uni dans les entreprises industrielles et commerciales ont doublé en 1995.

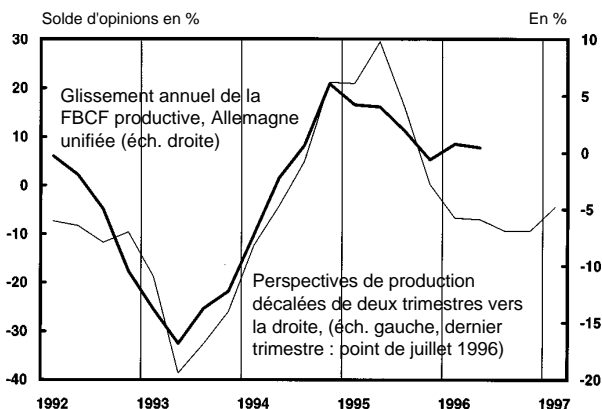
Les perspectives de croissance à l'horizon des prochains trimestres ne font pas craindre un retour de l'inflation. Le redressement des coûts salariaux unitaires survenu en 1995 devrait désormais être contenu par des gains de productivité qui accompagneraient la phase d'expansion. La décélération des prix de production se poursuit régulièrement depuis le début de l'année pour atteindre 2 % au mois d'août (en glissement annuel). Aussi, l'objectif d'un rythme d'inflation sous-jacent à 2,5 % au printemps prochain devrait être atteint. Les autorités monétaires pourraient donc envisager une nouvelle baisse de leur taux d'intervention. Cette baisse détendrait le coût du crédit qui reste aujourd'hui élevé en termes réels. Elle viendrait compenser un ajustement budgétaire qui pèsera, comme en 1995, sur l'activité, du fait de la hausse des prélèvements et surtout des coupes dans les dépenses publiques. Déjà, on sait que l'objectif de retour du déficit à 27 milliards de livres en 1996-1997 sera difficile à atteindre au vu du besoin de financement des cinq premiers mois de l'année fiscale. Le budget 1996-1997 devrait donc s'inscrire dans une tendance au durcissement, les allègements fiscaux offerts aux ménages étant compensés par des économies dans les dépenses. La politique monétaire aura donc en charge, en cette période préélectorale, de garantir l'expansion. Si elle y œuvre convenablement, la croissance britannique se redresserait sensiblement en 1997 (2,7 % après 1,8 % en 1996). Ce serait, après tout, l'une des meilleures performances européennes.

## Réveil allemand

Perturbée par les à-coups du bâtiment, la progression du PIB allemand est restée, sur l'ensemble du premier semestre 1996 (+ 0,3 %), en retrait de celle du second semestre 1995 (+ 0,5 %). Encore peu visibles dans les chiffres agrégés de croissance, les signaux d'une reprise de l'activité se multiplient néanmoins en Allemagne depuis le début du second trimestre 1996.

A l'exception du bâtiment, dont la conjoncture est spécifique, la réactivation de l'activité est ressentie de manière générale. Elle est nette dans le secteur manufacturier, où le fort redressement des entrées de commandes nouvelles à partir du mois d'avril a été suivi de près par celui, plus amorti, de la production. Elle est également sensible, dès le premier trimestre, dans le commerce ainsi que dans les autres services. Le retournement récent, au début de l'été, des soldes d'opinion sur la production actuelle reflète la régularité du redressement de la production. Ces soldes réagissent en effet généralement avec retard aux mouvements de l'activité et entérinent, plutôt qu'ils n'accompagnent, le retour à un meilleur niveau d'activité. Bien corrélé avec le glissement annuel du PIB, l'indice du climat général des affaires, qui couvre non seulement le

secteur manufacturier, mais également le bâtiment et le commerce, s'est, pour sa part, nettement redressé en juillet et a confirmé sa bonne tenue en août, augurant positivement de l'activité générale au cours du troisième trimestre.

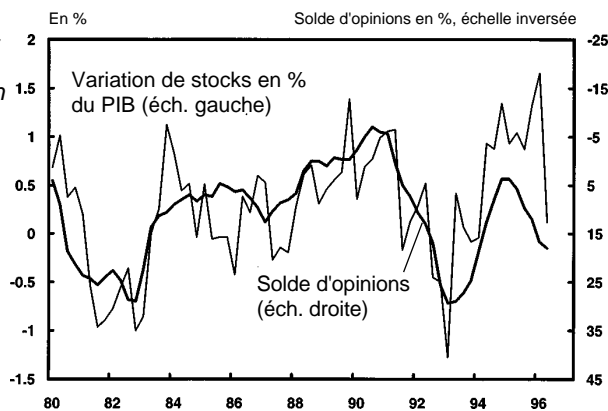


24. Perspectives de production à six mois dans le secteur manufacturier dans les anciens Länder et glissement annuel de la FBCF équipement en Allemagne unifiée

Sources : Bundesbank, IFO.

L'évolution de la production (hors bâtiment) a répondu au redémarrage, perceptible dès le premier trimestre, amplifié au second, des différentes composantes de la demande. Attendu en raison des allègements fiscaux intervenus en début d'année, le regain de la consommation a bénéficié en outre d'une propension à consommer plus forte que prévu de la part des ménages allemands. Ce peut être le résultat de l'atténuation en cours des ajustements d'emploi, plus visible cependant dans la stabilisation, depuis mai, du taux de chômage que dans le profil de l'emploi, fortement influencé par la récession du bâtiment. Le redressement des entrées de commandes étrangères s'est répercuté sur les chiffres du commerce extérieur dès le premier trimestre pour les biens manufacturés, un peu plus tardivement pour l'ensemble des marchandises. L'amélioration des perspectives de débouchés a probablement contribué à soutenir l'incitation à investir durant le premier semestre 1996, visible dans la révision à la hausse des plans d'investissement des entreprises manufacturières pour l'année 1996 (graphique 24). Les dépenses d'investissement en équipement ont été plus soutenues au cours du premier semestre 1996 que ne le laissaient penser les indicateurs de débouchés en début d'année. Les commandes intérieures adressées aux fournisseurs de biens d'équipement se sont nettement redressées depuis avril. Au total, l'ajustement de l'offre à ce regain de la demande est tout d'abord passé par l'écoulement des stocks excédentaires hérités de 1995, avant de se répercuter positivement dans les chiffres de commandes et de production manufacturières à partir du printemps. Les soldes d'opinion sur les stocks de produits finis sont en effet stables, à un niveau encore élevé, depuis le début de l'année dans l'industrie, en voie d'amélioration depuis avril dans le commerce de gros (graphique 25).

25. Opinions sur stocks dans le secteur manufacturier et variation des stocks en Allemagne (Ouest, puis réunifiée à partir de 1991)



Sources : Bundesbank, IFO.

Si les indicateurs actuellement disponibles, tant pour les commandes que pour la production (hors bâtiment), annoncent une poursuite de la reprise sur la seconde partie de l'année, son rythme risque fort d'être modéré par les contraintes multiples qui pèsent aujourd'hui sur l'économie allemande. Le rythme de croissance de la consommation au cours du premier semestre a été dopé par l'entrée en vigueur de l'exonération du minimum social de l'impôt sur le revenu ainsi que par le relèvement des déductions et prestations pour enfants à charge, qui ont représenté un surcroît de pouvoir d'achat de l'ordre de 1,1 % du RDB (après prise en compte de l'impact négatif exercé par la hausse du taux de cotisation retraite). Une partie des gains de pouvoir d'achat (soit 0,3 point de RDB) a cependant été absorbée entre-temps par le relèvement au 1<sup>er</sup> juillet du taux de cotisation pour l'assurance-dépendance. Au-delà, la volonté tenace dont fait preuve la coalition gouvernementale dans la mise en œuvre de ses plans d'économie grèvera le pouvoir d'achat des ménages allemands l'an prochain (tableau 1). Comprimée par la consolidation budgétaire, la progression des revenus souffre aussi de l'effort d'adaptation que déploient les entreprises allemandes pour faire face à la contrainte structurelle de compétitivité. Leur effort de reconstitution des marges pèse tant sur la formation des revenus salariaux<sup>3</sup> que sur l'emploi. Même plus actif, le comportement de dépense des ménages sera affecté par ces évolutions au cours des prochains trimestres.

La demande intérieure allemande sera en outre freinée par un secteur du bâtiment qui connaît aujourd'hui un sérieux accès de faiblesse et qui s'oriente vers la récession. Dans les nouveaux Länder, le logement réagira négativement en 1997 à la réduction des avantages fiscaux associés au secteur locatif. Dans les anciens Länder, la révision à la baisse des besoins de renouvellement du parc ne permettra pas une normalisation prochaine. Sur ces tendances de fond se greffent les arrêts de chantier du premier trimestre, dus aux mauvaises conditions

3. La hausse des salaires conventionnels s'est limitée à 2,2 % en moyenne pour 1996 dans l'ensemble de l'économie.

météorologiques, puis le rattrapage du second trimestre. Mais, en juin, la forte révision à la baisse des perspectives de production à trois mois dans les nouveaux Länder semble avoir mis un terme à ce rattrapage. Un regain transitoire d'activité n'est cependant pas exclu en fin d'année, en anticipation du durcissement des conditions d'amortissement.

A l'exportation, les contraintes qui pèsent encore sur l'évolution de la demande intérieure de ses principaux partenaires limitent la progression des débouchés de l'Allemagne. Cependant, les efforts de compétitivité menés par les entreprises allemandes, soutenus par la correction des parités intervenue depuis la mi-1995, ont atténué la détérioration antérieure. Les parts de marché à l'exportation de l'Allemagne pourraient ainsi se stabiliser, surtout si elle démontre une capacité retrouvée à profiter des marchés en forte expansion. Ainsi, durant le premier semestre 1996, les pays d'Europe de l'Est ont représenté un débouché autrement plus dynamique que les pays de l'Ouest européen (graphique 26). En retour, les importations allemandes ne contribuent que médiocrement à la reprise européenne. A la modération de la demande intérieure allemande, se surajoute en effet une inflexion à la baisse de la croissance tendancielle des importations germaniques, apparue une fois passé le boom immédiat de la réunification. Une croissance tirée un temps par un secteur abrité comme le bâtiment, mais aussi la domination naturelle des producteurs allemands sur leur nouveau marché intérieur, n'y sont sans doute pas étrangers. Malgré les pertes de parts de marché à l'exportation, l'Allemagne a ainsi pu redresser son solde commercial. Cette modération de la propension allemande à importer limitera de nouveau le dynamisme du commerce intra-européen sur l'horizon de prévision.

Les contraintes, notamment d'ordre budgétaire, qui, en dépit des signaux de reprise, pèsent encore sur la croissance allemande, devraient susciter une attitude accommodante des autorités monétaires. L'impact de ces contraintes s'en trouvera atténué, mais non pas annulé. Elles ne permettraient pas à la croissance allemande d'aller au-delà de performances moyennes, de l'ordre de 1,3 % en 1996 et de 2,2 % en 1997.

Année	Europe de l'Est	Autres pays industrialisés	Union européenne
1991	100	100	100
1992	115	105	100
1993	135	105	95
1994	155	110	95
1995	165	115	95
1996	185	120	95

26. Exportations en valeur de l'Allemagne

Source : Bundesbank.

## VUE D'ENSEMBLE

### L'économie française

Les mouvements de stocks auront particulièrement marqué l'année 1996. La croissance du PIB a été amputée, au premier semestre, par un déstockage massif ; il est probable que, d'ici à la fin de l'année, l'interruption du déstockage soit à l'origine d'un rebond de la croissance. Mais au delà de cette reprise technique, c'est le comportement de la demande intérieure finale hors stocks qui modèlera l'évolution de l'économie française l'année prochaine. Le **destockage** de produits manufacturés a été massif au premier semestre 1996.

Le restockage qui s'était opéré à la charnière de 1994 et 1995 lors du redémarrage économique, a très vite débouché sur un excès de stocks dès lors que le cycle de croissance s'interrompait ; d'où l'ajustement du début de 1996. L'ampleur du décalage offre/demande et le pessimisme des anticipations concernant les carnets de commande expliquent qu'il ait perduré tout un semestre, s'apparentant ainsi à la situation du début de 1993. On peut cependant supposer que ce déstockage s'interrompra d'ici la fin de 1996. Une demande intérieure finale plus soutenue devrait en effet contribuer à assainir rapidement la situation. Les producteurs, pourtant, continuent encore de juger leurs stocks excessifs, sauf pour les matières premières. L'ampleur du déstockage de biens industriels a été en partie compensée en début d'année par un stockage important de produits agricoles et énergétiques. Nous avons supposé un retour à un comportement moyen pour ces produits. La contribution des stocks de l'ensemble des biens à la croissance du PIB serait alors de  $-0,7$  point en 1996 et  $+0,5$  point en 1997, soit une évolution très heurtée, caractéristique du début des années quatre-vingt-dix.

La **consommation** a été un élément dynamique de la demande intérieure en 1996 malgré le ralentissement du revenu réel des ménages. Leurs ressources ont en effet ralenti tandis que les prélèvements obligatoires ont fortement progressé.

Le rattrapage de la consommation au premier trimestre 1996 par rapport à un dernier trimestre 1995 dominé par la prudence et les grèves ainsi que l'incidence de l'arrêt de la prime « qualité » sur les automobiles au troisième trimestre, créent, en 1996, des fluctuations trimestrielles très heurtées de la consommation des ménages. Le niveau élevé de la consommation aux premier et troisième trimestres entraîne une forte

progression en moyenne annuelle de 1996 par rapport à 1995. Cette évolution et le ralentissement du revenu ont entraîné la baisse du taux d'épargne.

En 1997, le revenu réel des ménages accélérerait même si la masse salariale progresserait faiblement. La reprise de l'activité et le ralentissement des prix permet-traient une croissance légèrement plus forte du pouvoir d'achat des salaires individuels dans le secteur marchand non agricole (notamment *via* le versement de primes et le recours accru à des heures supplémentaires). Tout comme celle des salaires individuels, l'évolution des effectifs serait plus favorable en 1997 qu'en 1996, mais la croissance de la part des salariés à temps partiel limite la progression des salaires distribués. La consommation ne croîtrait pas autant que le revenu en 1997 et le taux d'épargne augmenterait par rapport à son bas niveau de 1996.

La croissance de l'**investissement** marque le pas depuis quelques trimestres. Si, en moyenne, les dépenses se sont élevées de 3,9 % l'année dernière, elles ont stagné entre la fin 1994 et la fin 1995, à la suite de rebonds et de replis successifs. L'atonie s'est prolongée au cours de la première moitié de 1996.

Rapidement interrompue, la dernière reprise cyclique de l'investissement s'apparente à celle de 1975. Dans les deux cas, dix trimestres après son point bas, l'investissement n'a crû que d'un peu plus de 6 %. En regard, la reprise de 1984 avait été sensiblement plus soutenue (+ 13 % après dix trimestres). L'essoufflement de la reprise de 1975 s'était prolongé par une longue stagnation des dépenses jusqu'en 1985. Faut-il voir dans les évolutions récentes de l'investissement l'amorce d'une reproduction de ce schéma ? Probablement pas, dans la mesure où la situation financière actuelle des entreprises et celle qui prévalait alors n'ont rien en commun. Le partage de la valeur ajoutée est maintenant favorable aux entreprises ; elles se sont aussi, depuis quelques années, désendettées et l'épargne dont elles disposent peut aujourd'hui être affectée aux dépenses réelles.

Le redémarrage devrait s'affirmer même si les informations conjoncturelles restent contradictoires. La progression de l'investissement d'ici à la fin 1996 et en 1997 se ferait à un rythme inférieur à celui envisagé antérieurement. Sa croissance en moyenne annuelle serait faiblement positive en 1996 (0,3 %), du fait d'un acquis provisoire négatif, et s'appuierait sur la reprise des achats de biens d'équipement, soutenus aussi par le dispositif fiscal en matière d'amortissement des biens nouvellement acquis. Les investissements en bâtiment, quant à eux, continueraient à décliner sur l'horizon de la prévision. En 1997, la croissance



serait portée par le renouvellement des générations de biens d'équipement, anciennes maintenant, issues de la vague d'accumulation initiée il y a dix ans. Elle s'établirait en moyenne annuelle à 4,4 %, portant, fin 1997, l'ensemble des dépenses à un niveau supérieur de 6 % à celui de la fin 1996.

Le ralentissement des **prix** s'accroît une fois achevée la diffusion, même incomplète, de la hausse du taux de TVA de 18,6 % à 20,6 % le 1<sup>er</sup> août 1995. Les coûts salariaux unitaires ralentiraient en 1996 puis accéléreraient modérément en 1997. Ainsi, les prix à la production resteraient faibles. Les prix des services privés, sensibles aux coûts de main-d'œuvre, ralentiraient de 3,1 % en glissement en 1995 à 2,5 % en 1996 et 2,1 % en 1997. Par ailleurs, la demande ne serait pas suffisamment vigoureuse pour que les commerçants reconstituent rapidement les marges qu'ils ont laissé s'éroder en ne répercutant pas totalement sur les prix la hausse du taux de TVA. Les prix à la consommation des produits manufacturés ralentiraient donc, leur progression de décembre à décembre passant de 1,2 % en 1995 à 0,7 % en 1996 et 0,3 % en 1997. Les prix à la consommation, après une progression en glissement annuel de 2,0 % en 1995, augmenteraient de 1,7 % en 1996 et 1,1 % en 1997. Pour les prix hors énergie et tabac, ces chiffres seraient respectivement de 1,9 % en 1995, 1,3 % en 1996 et 1,0 % en 1997.

L'excédent du **commerce extérieur** devrait continuer de s'amplifier et dépasserait 100 milliards de francs l'an prochain. L'amélioration serait seulement interrompue cette année, à cause du creusement du déficit énergétique. Celui-ci a atteint un point historiquement bas en 1995 avec 0,8 % du PIB seulement. La hausse des prix, en dollars et en francs, va renchérir les importations en 1996, et, compte-tenu des effets décalés des hausses de prix du pétrole brut sur l'ensemble des énergies, en 1997. Malgré de bonnes performances à l'exportation, le déficit se creuserait d'une dizaine de milliards à chacune des deux années. En revanche, l'excédent agro-alimentaire devrait continuer de s'amplifier.

Les échanges de produits manufacturés en volume ont montré un net tassement à partir de la mi-95 et même un recul au début de 1996. Globalement, le repli des importations a été plus fort que celui des exportations et le taux de couverture s'est donc amélioré. L'écart conjoncturel du premier semestre résulte de la faiblesse de la demande intérieure, bridée par le recul de l'investissement des entreprises et par le déstockage massif de produits manufacturés. La forte reprise de la consommation automobile au troisième trimestre 1996, avec une forte croissance du taux de pénétration des marques étrangères, et le ralentissement puis l'arrêt du déstockage, gonfleront la croissance des importations au second semestre. En 1997, la reprise modérée de la demande intérieure finale porterait celle des achats à l'étranger à 5,6 % en volume.

Les exportations devraient se redresser un peu au second semestre 1996. Le décalage avec les importations serait donc marqué au second semestre, corrigeant partiellement l'écart inverse du premier semestre. En revanche, en 1997, les ventes à l'étranger progresseraient un peu plus que les achats. La France devrait en effet stabiliser ses parts de marché à l'exportation, comme elle l'a fait dans le passé récent.

L'excédent de la balance des paiements courants devrait se réduire un peu cette année (75 milliards après 81,2 en 1995) essentiellement à cause de moindres recettes touristiques. Ces pertes de ressources seront en partie compensées par une diminution de la contribution au budget de l'Union européenne, en 1996 puis en 1997. L'an prochain, l'excédent global s'amplifiera de nouveau (85 milliards).

La **politique monétaire** continuerait de s'assouplir en 1997. Dans un contexte d'inflation et de croissance modérées, la Banque de France aurait la possibilité de réduire sensiblement la prime de risque sur les taux courts par rapport aux taux allemands. Le raffermissement du franc devant le mark dans les prochains mois aurait pour conséquence de réduire presque totalement l'écart de taux d'intérêt à court terme avec l'Allemagne. Ce mouvement se répercuterait sur les taux longs pour lesquels il n'y aurait plus d'écart significatif.

Les critères de convergence concernant les **finances publiques** seraient satisfaits en 1997 : le déficit de l'ensemble des administrations publiques s'établirait à 3 % du PIB nominal et la dette publique représenterait 58 % du PIB. Un risque de dérapage existe et le plus grand danger semble venir des administrations de Sécurité sociale. La dérive du déficit des comptes sociaux pourrait être plus importante que ne le prévoit la loi de Finances. Les cotisations sociales, qui évoluent comme la masse salariale, peuvent s'avérer inférieures à celles escomptées par le gouvernement. Parallèlement, les dépenses peuvent progresser plus rapidement que prévu, creusant ainsi le déficit des comptes sociaux. Dans ce cas, le déficit des administrations publiques pourrait s'aggraver sensiblement et atteindre 3,5 %. On peut cependant penser que, même si tel était le cas, le gouvernement trouverait les moyens (gels de crédits, transferts, recettes exceptionnelles, ...) de satisfaire aux critères de Maastricht. Le vrai problème n'est pas tant d'aboutir au chiffre de 3 % que de savoir comment le gouvernement y parviendra et quelles seront les conséquences macro-économiques de la politique budgétaire restrictive que cela implique.

L'**emploi** a de nouveau stagné au début de 1996, prolongeant l'atonie observée au cours de la seconde moitié de l'année dernière. D'ici à la fin 1996, les effectifs salariés dans les secteurs marchands resteraient toujours quasiment stables, les embauches nettes du tertiaire venant com-

penser les replis dans le secondaire. Puis les pertes pourraient s'annuler rapidement dans l'industrie, pour faire place à des créations en 1997 à la faveur de la consolidation de l'activité. Dans le bâtiment, la récession que traverse le secteur perpétuera les pertes à l'horizon de la prévision. La préservation de l'emploi dans les secteurs marchands au cours de la seconde moitié de 1996 reposera sur l'apport significatif du secteur tertiaire, comme c'est le cas déjà depuis trois trimestres. Sous l'hypothèse d'un prolongement des tendances passées du temps partiel, à raison d'une hausse de un point par an de la part des salariés à temps partiel dans l'emploi tertiaire, 140 000 emplois puis près de 200 000 seraient créés en 1996 et 1997 dans ce secteur.

Le **chômage** s'élève fortement en 1996, malgré la progression du traitement social, en raison de la stagnation des emplois et d'une vive croissance de la population active. Les créations d'emplois dans le secteur tertiaire, dopées par le temps partiel, suscitent habituellement de nombreuses arrivées ; elles sont cette fois majorées d'un supplément, venant compenser, en 1996, la très faible progression de 1995. Ainsi, le nombre des demandeurs d'emploi s'élèverait-il de 160 000 cette année, ce qui suppose déjà un ralentissement en fin d'année. En 1997, la reprise des créations d'emplois aurait pu laisser espérer une inflexion de la hausse au premier semestre puis l'amorce d'un recul au second. Mais la population active devrait s'élever encore vivement : les opportunités d'embauche favoriseront, comme de coutume, le retour de personnes en marge du marché du travail, d'autant que le creux de 1995 n'est pas comblé. En outre, l'impact du traitement social sera négatif en 1997. Le recentrage du dispositif d'intervention publique sur le marché du travail au profit du traitement économique se traduira par un recul des stages ; les effectifs en CES devraient aussi décliner, du fait de la contribution plus importante des organismes employeurs au financement des embauches et du recul prévu de l'enveloppe des nouvelles signatures. Enfin, l'incertitude demeure sur la reconduction du dispositif « pré-retraite contre embauche ». Selon nos estimations, ce sont 80 000 personnes qui sortiraient des formules de traitement social si les restrictions annoncées sont réellement suivies d'effets. Au total, avec une hausse de 90 000 l'année prochaine, la barre des 3,5 millions de demandeurs d'emplois serait franchie. Le niveau du chômage, au sens du Bureau international du travail, s'établirait alors à 3,3 millions.

## **La France : une croissance trop modérée pour infléchir la montée du chômage**

Comme souvent dans les périodes de retournement, les informations conjoncturelles apparaissent contradictoires. Dans l'industrie, les carnets de commande restent très dégradés, mais un redressement s'est opéré à partir de l'été, en particulier pour les commandes étrangères. Dans les industries de biens intermédiaires, précurseurs du cycle, la situation est restée très dégradée jusqu'en juillet, mais semble en amélioration depuis septembre. Globalement, les stocks sont encore jugés excessifs au stade de la production, mais la situation a déjà commencé de s'assainir au stade de la distribution. Les perspectives personnelles de production sont désormais plutôt orientées à la hausse et la production effective est toujours en phase avec ces anticipations ; mais l'attentisme des entreprises se traduit par une défiance sur la reprise de l'activité en général ; cette défiance est la contrepartie de l'optimisme excessif formulé à la charnière de 1994 et de 1995.

La conséquence de ces désillusions demeure un comportement restrictif de dépenses. Dans l'industrie, les effectifs sont réduits et un ajustement complémentaire s'opère par la durée du travail. Les hausses de salaires individuels demeurent faibles. Et les investissements ont été revus en baisse puisque les capacités de production sont jugées excessives.

Comment, dans ces conditions, prévoir les enchaînements à venir ? La reprise du second semestre 1996 a toutes les chances de se produire, comme prévu lors de la précédente prévision. Le fort déstockage opéré au premier semestre a créé les conditions d'un ajustement offre / demande ; ce déstockage devrait s'atténuer pour s'interrompre d'ici à la fin de l'année pour les produits industriels. Le PIB des troisième et quatrième trimestres en sera favorisé.

La question clé réside dans l'évolution de la demande finale hors stocks. La consommation des ménages a connu une forte croissance en 1996, sans rapport avec la progression du revenu (bridé par la stagnation des emplois et les prélèvements supplémentaires) ; la consommation a été dopée par les mesures de soutien à l'automobile. Le taux d'épargne a déjà fortement diminué. L'accélération du revenu en 1997 ne s'accompagnera pas d'un mouvement parallèle des achats.

L'investissement des entreprises a fléchi au premier semestre 1996. La reprise de 1994 et du début de 1995 s'est donc rapidement interrompue. Les entreprises, déçues par le retournement économique, ont rapidement ajusté leurs dépenses, en réduisant leurs achats d'équipements ; ceux-ci pourraient reprendre, portés par les besoins de renouvellement des matériels obsolètes. L'investissement total serait en revanche bridé par le recul des dépenses des administrations. Dans l'ensemble, la hausse de

la demande intérieure finale (hors stocks) se ralentirait un peu : 1,5 % en 1997 après 1,8 % en 1996 et 1995. En tout état de cause ces hausses sont très modérées depuis trois ans.

Grâce à une contribution modérément positive du commerce extérieur et fortement positive des stocks, le PIB progresserait de 2,1 % l'an prochain, après 1,2 % cette année. C'est insuffisant pour qu'une baisse du chômage puisse s'amorcer, mais c'est compatible en contrepartie avec un nouveau ralentissement de l'inflation et une nouvelle augmentation de l'excédent extérieur.

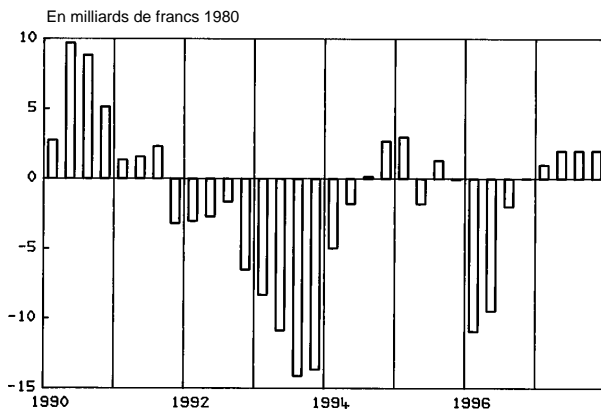
La reprise de l'activité, une fois passé le rebond technique lié à l'interruption de comportements restrictifs de stocks, repose donc sur les dépenses d'équipement des entreprises. Or, on connaît leur volatilité dans un contexte d'incertitude. Les investissements de productivité n'ont jamais durablement fondé une reprise de l'investissement car ces dépenses sont aisément décalées dans le temps.

La détente monétaire que nous avons anticipée est de nature à permettre le retour de la croissance. A condition que ne s'intensifie pas outre mesure la rigueur budgétaire.

## **Le déstockage devrait s'interrompre**

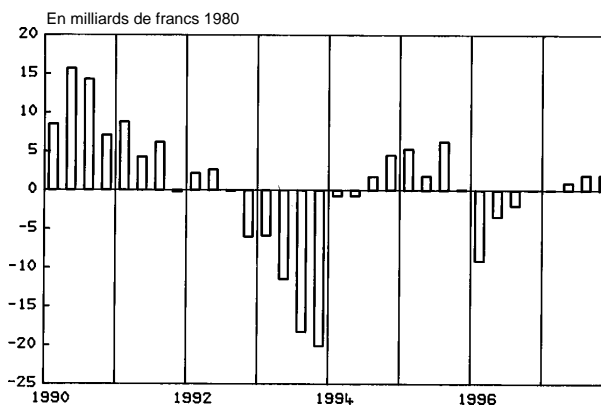
Le déstockage de produits manufacturés a été massif au premier semestre 1996. Le restockage qui s'était opéré à la charnière de 1994 et 1995, lors du redémarrage économique, a très vite débouché sur un excès de stocks dès lors que le cycle de croissance s'interrompait ; d'où l'ajustement du début de 1996. L'ampleur du décalage offre / demande et le pessimisme des anticipations concernant les carnets de commande, expliquent qu'il ait perduré tout un semestre, s'apparentant ainsi à la situation du début de 1993 (graphique 27). On peut cependant supposer que ce déstockage s'interrompra d'ici à la fin de 1996. Une demande intérieure finale plus soutenue devrait en effet contribuer à assainir rapidement la situation. Déjà, à l'été, les détaillants semblent avoir réduit leurs stocks. Les producteurs, au contraire, continuent encore de juger leurs stocks excessifs, sauf pour les matières premières. Le déstockage s'interromprait alors à la charnière de 1996 et 1997.

L'ampleur du déstockage de biens industriels a été en partie compensée, en début d'année, par un stockage important de produits agricoles et énergétiques. Nous avons supposé un retour à un comportement moyen pour ces produits. La contribution des stocks de l'ensemble des biens à la croissance du PIB serait alors de - 0,7 point en 1996 et + 0,5 point en 1997, soit une évolution très heurtée, caractéristique du début des années quatre-vingt dix (graphique 28).



27. Variation des stocks de produits manufacturés

Sources : INSEE, prévisions OFCE.



28. Variation des stocks de biens

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

## La baisse du taux d'épargne des ménages se matérialise enfin

En 1996, la consommation a été un élément dynamique de la demande intérieure malgré le ralentissement du revenu réel des ménages. Leurs ressources ont en effet ralenti tandis que les prélèvements obligatoires ont fortement progressé (tableau 2). En conséquence, le revenu réel des ménages aurait progressé de 0,3 % en 1996 contre 2,4 % en 1995. Le taux d'épargne a baissé brutalement : celui-ci est passé de 13,8 % en 1995 à 11,8 % en 1996. En 1997, le ralentissement des prélèvements obligatoires, et l'adaptation de la consommation à une importance accrue de la fiscalité ramèneraient le taux d'épargne à 12,2 % (graphique 29).

\* 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.

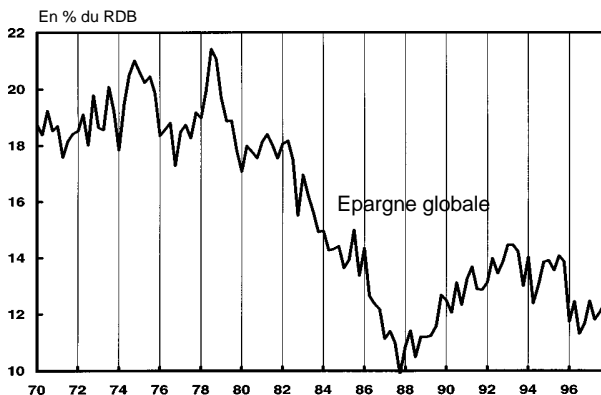
La hausse du taux d'épargne durant 1995 pouvait s'expliquer par trois facteurs. Tout d'abord, la forte progression du revenu des ménages observée cette année-là était de nature à favoriser cette hausse, la consommation étant par nature plus inerte que le revenu. Ensuite, une partie importante de la croissance du revenu en 1995 provenait de la progression des revenus nets de la propriété et de l'entreprise : la contribution<sup>4</sup> de ce poste à l'augmentation du pouvoir d'achat du RDB est la même en 1995 que celle des prestations sociales (0,7 point dans un total de 2,4 %). Enfin, un climat de défiance s'était installé dès la rentrée et la consommation en 1995 s'était montrée particulièrement atone au dernier trimestre. Avant même que les grèves ne viennent aggraver la situation, le mois d'octobre avait vu une chute de la consommation en produits manufacturés.

Le rattrapage de la consommation au premier trimestre 1996 par rapport à ce dernier trimestre 1995 dominé par la prudence et les grèves et l'incidence de l'arrêt de la prime « qualité » sur les automobiles en septembre, créent, en 1996, des fluctuations trimestrielles très heurtées de la consommation des ménages : progression de 2,5 % en volume au premier trimestre, puis recul dû à l'arrêt du rattrapage (- 1 % au deuxième trimestre), puis redémarrage des immatriculations (d'où une progression

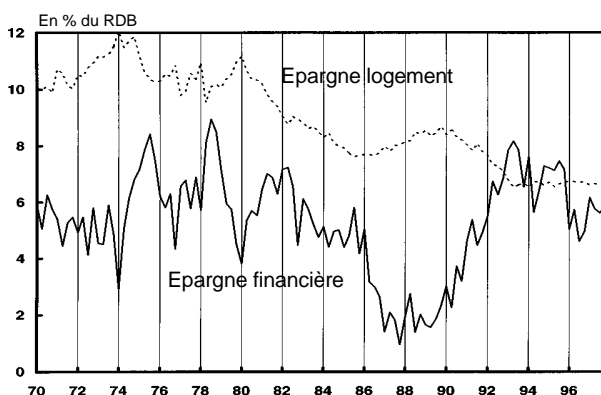
---

4. La contribution des revenus de la propriété et de l'entreprise à la croissance du revenu s'obtient par le produit de la progression de ce poste avec la part du poste dans le revenu. La somme des contributions de toutes les composantes est égale à la progression du revenu.

29. Taux d'épargne \*



Sources : INSEE, prévisions OFCE.



\* 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 masse salariale a été révisée à la baisse.

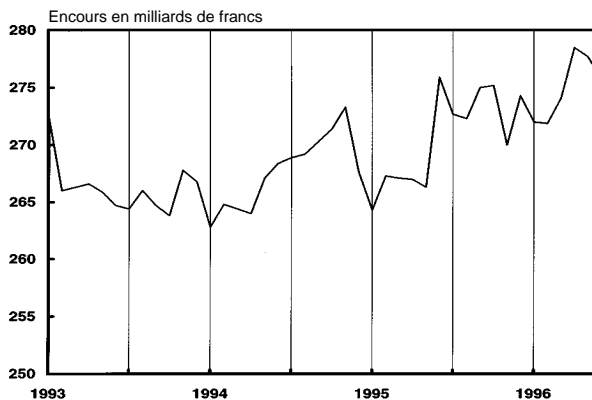
Sources : INSEE, prévisions OFCE.

de l'ordre de 1,5 % de la consommation totale au troisième trimestre) et enfin rechute du marché de l'automobile au quatrième trimestre (d'où une prévision de - 0,2 % pour la consommation). Le niveau élevé de la consommation aux premier et troisième trimestres entraîne une forte progression en moyenne annuelle de 1996 par rapport à 1995. Outre les mesures de soutien à la consommation, la hausse de la pression fiscale a contribué à la baisse du taux d'épargne. Celle-ci est d'autant plus forte que le choc est important. La conséquence directe de cet enchaînement a été une progression nette de l'encours des crédits de trésorerie au premier semestre 1996 (graphique 30). Enfin, la progression des revenus nets de la propriété et de l'entreprise serait bien moins rapide que celle observée en 1995, la baisse du taux des livrets A, CODEVI, de 4,5 % à 3,5 % amenant une baisse des intérêts reçus de l'ordre de 0,2 % du RDB.

En 1997, le revenu réel des ménages accélérerait. La consommation ne croîtrait néanmoins pas autant que ce dernier et le taux d'épargne augmenterait par rapport à son bas niveau de 1996. Au premier trimestre



30. Crédits de trésorerie aux particuliers accordés par les banques



Source : Banque de France.

1997, l'allègement des versements de l'impôt sur le revenu devrait entraîner un surcroît de consommation qui ne serait pas à la hauteur de la croissance du revenu réel. Le taux d'épargne des ménages progresserait légèrement. Cependant, le retour progressif à des créations nettes d'emploi et la stabilisation de la fiscalité permettraient de maintenir le taux d'épargne en moyenne annuelle pour 1997 à un niveau sensiblement plus faible qu'en 1995.

## La forte progression des prélèvements obligatoires en 1996 ...

Le début de l'année 1996 a été marqué par une soudaine augmentation de la pression fiscale <sup>5</sup>. D'une part, le taux de cotisation maladie des retraités et des chômeurs a crû de 1,2 point au 1<sup>er</sup> janvier 1996, ce qui représente une progression d'environ 7,1 milliards des cotisations des non salariés. D'autre part, l'introduction de 0,5 point de RDS au 1<sup>er</sup> février 1996 ampute de 25 milliards en année pleine le budget des ménages. A la fin du premier trimestre, le montant des nouveaux prélèvements représentait en année pleine 0,6 point du revenu disponible brut de 1995.

La contribution négative des prélèvements obligatoires à la croissance du revenu en moyenne annuelle est ainsi passée de 0,4 % en 1995 (année déjà marquée par la suppression de l'abattement de 45 francs sur la CSG au 1<sup>er</sup> septembre) à 1 % en 1996. En 1997, les prélèvements obligatoires auraient une contribution nettement moins négative à la progression du revenu des ménages : elle reviendrait à 0,2 %.

5. La pression fiscale est mesurée ici par le rapport entre les prélèvements fiscaux et sociaux liés au revenu disponible des ménages (impôts sur le revenu et la propriété, cotisations sociales des salariés et des non salariés) sur ce même revenu disponible brut des ménages.

En effet, les cotisations maladie des chômeurs et des retraités s'alourdiraient encore de 7,8 milliards et l'élargissement de l'assiette de la CSG réduirait de 7 milliards le budget des ménages. En revanche, la révision du barème de l'impôt sur le revenu et les dispositions du début de l'année 1996 (déduction de 25 % des intérêts d'emprunt pour l'achat d'un bien durable, amortissement Périssol) permettraient une réduction de respectivement 25 et 3 milliards de l'impôt sur le revenu par rapport à son évolution tendancielle. La progression de l'ensemble des impôts locaux et vignettes automobile versés par les ménages resterait stable en 1996 et 1997. Le basculement de 1,3 point de cotisation maladie pour les salariés vers 1 point de CSG serait globalement neutre pour le revenu disponible des ménages, mais correspond à une baisse de 7,5 % des cotisations des salariés (ou de 6,0 % des cotisations à la charge des ménages) et une hausse de 7,0 % des impôts sur le revenu et la propriété.

### **... ne serait pas compensée par la croissance des prestations sociales**

Les prestations sociales suivraient des évolutions contraires selon les risques couverts (tableau 3).

Les prestations familiales ralentiraient suite aux mesures du plan de décembre 1995. La rationalisation des aides versées pour les jeunes enfants, la réduction déjà acquise en 1996 de l'allocation rentrée scolaire (dont nous avons fait l'hypothèse qu'elle serait reconduite au même niveau en 1997) et la non revalorisation des aides devraient amener un ralentissement marqué des prestations familiales réelles (+ 0,7 % en 1996, - 0,2 % en 1997).

Les prestations vieillesse, tout comme les prestations de santé, évolueraient à leur rythme tendanciel. Pour les premières, cette évolution (en réel : + 2,0 % en 1996, + 2,7 % en 1997 du fait du ralentissement des prix) serait la conséquence de l'abandon de l'instauration de l'allocation dépendance pour le 1<sup>er</sup> janvier 1997. Pour les secondes, les divers plans de redressement auraient un impact limité : les prestations progresseraient de 2,6 % et 2,5 % respectivement en 1996 et 1997. Le plan de décembre 1995 était composé essentiellement de réformes du financement de l'assurance maladie et d'organisation des hôpitaux publics. Les services offerts par ces derniers n'étant pas comptabilisés comme prestations sociales, ce plan influencerait peu sur le montant des prestations maladie reçues par les ménages. En ce qui concerne les mesures annoncées en septembre 1996, celles-ci n'auront un effet net que si reprend la coopération des professionnels de santé, tant en ce qui concerne les médicaments prescrits que les consultations. En effet, l'impact de l'absence de revalorisations des tarifs sur la moyenne annuelle est faible au regard des augmentations déjà accordées en 1996, si les volumes de dépenses ne sont pas maîtrisés.

Enfin, les évolutions de l'emploi auraient une influence directe sur les prestations chômage. Après avoir ralenti sensiblement en 1994 à la suite de la réforme de l'indemnisation des bénéficiaires, puis en 1995 grâce à la diminution du chômage, les prestations chômage croîtraient en 1996 (+ 1,4 %) et se stabiliseraient en 1997 (+ 0,2 %).

## **La masse salariale progresserait faiblement**

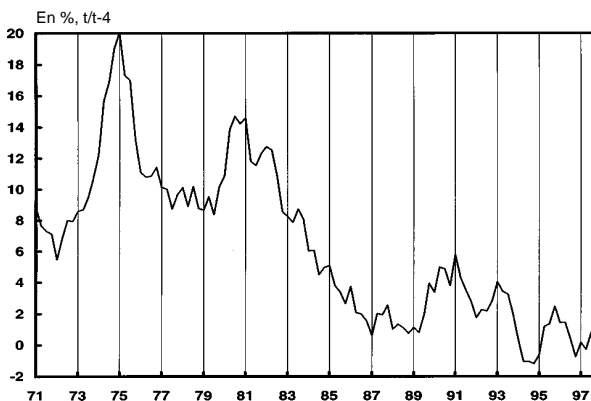
Les revendications salariales du début de l'année ont été plus modérées que celles de 1995 et ne permettent pas d'envisager la poursuite de fortes hausses du salaire de base en 1996. Par ailleurs, le SMIC a été revalorisé cette année dans la mesure du minimum légal, soit de 2 % au 1<sup>er</sup> mai 1996. Cette progression, si elle a eu un impact sur l'évolution du taux de salaire horaire des ouvriers de juillet 1995 à juillet 1996 (+ 2,7 %), devrait peu influencer sur les salaires des catégories qui sont rémunérées au-dessus du SMIC : la diffusion de la forte augmentation du SMIC du 1<sup>er</sup> juillet 1995 (+ 4 %) a concerné peu d'employés. Cette hypothèse se trouve renforcée par les résultats de l'enquête mensuelle sur l'évolution des salaires de la DARES<sup>6</sup>. Selon cette enquête quantitative, les augmentations du salaire de base accordées par les entreprises (SMIC exclu) aux employés et aux ouvriers depuis le mois de mai ne permettent pas de compenser l'évolution des prix subie au cours des six mois précédents. Par ailleurs, les industriels prévoient, selon l'enquête trimestrielle, une stabilisation de la croissance du salaire de base à un bas niveau. La faiblesse de l'activité ne permettrait pas de distribuer des primes ou de recourir à des heures supplémentaires. En 1997, la reprise de l'activité et le ralentissement des prix permettraient une croissance légèrement plus forte du pouvoir d'achat des salaires individuels dans le secteur marchand non agricole (+ 0,3 % en 1995, + 0,3 % en 1996, + 0,9 % en 1997) notamment via le versement de primes et le recours accru à des heures supplémentaires.

---

6. Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques au ministère du Travail et des Affaires sociales.

En ce qui concerne le secteur public, nous avons fait l'hypothèse d'une revalorisation du point au 1<sup>er</sup> janvier et au 1<sup>er</sup> juillet, respectivement de 1,2 % et 0,6 %. La hausse en moyenne annuelle du point fonction publique serait de 1,5 %, les fonctionnaires n'ayant pas connu d'augmentation générale en 1996. Compte tenu de l'effet glissement vieillesse-technicité qui détermine une hausse de 1,2 point des salaires toutes choses égales par ailleurs et des hausses de primes, le salaire moyen brut des agents de la fonction publique augmenterait de 2,9 % en 1997.

Tout comme celle des salaires individuels, l'évolution des effectifs serait plus favorable en 1997 qu'en 1996. Compte tenu de la croissance de la part des salariés à temps partiel dans le secteur tertiaire (qui passerait de 17,6 % au 31 décembre 1995 à 18,8 % en 1996 et 20 % en 1997), l'impact de la variation des effectifs sur la masse salariale serait négatif de 0,1 point en 1996 et positif de 0,3 point en 1997. Avec la progression des salaires individuels, le pouvoir d'achat de la masse salariale croîtrait de 0,3 % en 1996 et 1,3 % en 1997. Avec une croissance du PIB de 2,1 % en 1997 après 1,2 % en 1996, 1997 serait caractérisée par un redressement des coûts salariaux unitaires après le tassement observé en 1996 (graphique 31).



31. Variation des coûts salariaux unitaires

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

## Une timide amélioration du marché du logement

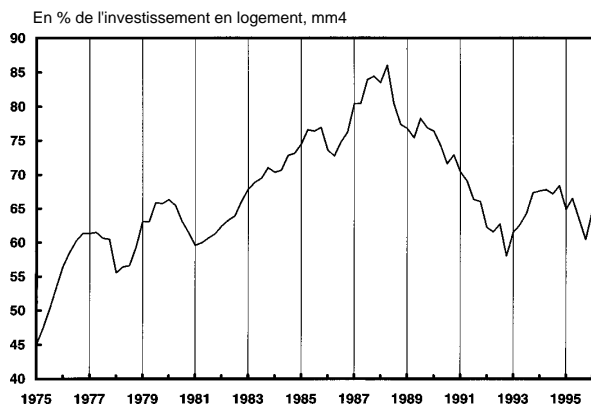
L'accumulation de mesures en faveur du logement pour l'ancien comme pour le neuf ainsi que la matérialisation de la baisse des taux dans les prêts proposés aux particuliers commence à avoir un impact positif sur l'investissement en logement des ménages. Cependant, des freins subsistent et l'amélioration reste timide.

Depuis 1994, les gouvernements successifs ont multiplié les mesures en faveur du logement. En ce qui concerne les logements neufs, le remplacement des Prêts d'accèsion à la propriété (PAP) par le prêt à taux zéro, accessible à un plus grand nombre de ménages, a été accompagné d'une active campagne de publicité. La possibilité d'amortir de façon plus rapide l'achat d'un logement neuf à vocation locative (amortissement Périssol) a aussi été saluée par les promoteurs, ainsi que le montrent leurs réponses concernant la demande de logements destinés à la location dans l'enquête trimestrielle. Pour l'ancien, la baisse de 30 % des droits de mutation, tout comme l'extension du droit au prêt à taux zéro pour des acquisitions ne nécessitant de travaux qu'à hauteur de 20 % (contre 35 % normalement) du coût total de l'opération, prendra fin au mois de décembre 1996.

Dans l'ancien, le nombre de transactions observé par les notaires s'est redressé, tandis que les prix ont arrêté leur chute. En ce qui concerne le neuf, les ventes de logements par les promoteurs se sont redressées depuis le troisième trimestre 1995. Les mises en vente diminuant depuis la fin 1994, les stocks des promoteurs se dégonflent pour atteindre l'équivalent de 12 mois de ventes, le niveau le plus bas depuis 1990. De plus, les prix perçus par les promoteurs tant dans le passé que dans le futur proche se stabilisent à un niveau bas. L'impact de la baisse des taux amène une augmentation de la part des ventes financées par un crédit lors du premier semestre 1996, après un point bas au dernier trimestre 1995 (graphique 32).

Cependant, la reprise de l'investissement en logement, qui concerne essentiellement les achats de logements neufs serait freinée par plusieurs facteurs. Tout d'abord les mesures améliorant la fluidité du marché de l'ancien arriveront à échéance en décembre 1996. La possibilité de l'achat d'un logement dépendant aussi de la facilité à en revendre un autre ou de la perspective de revendre le bien acquis, la santé du marché du logement neuf est très liée à celle de l'ancien. Ensuite, les demandes de permis de construire et les déclarations de mises en chantier restent à un niveau historiquement faible, tout comme les perspectives de demande

**32. Investissement en logement financé par des crédits à l'habitat**



Sources : INSEE, Banque de France, calculs OFCE.

des promoteurs. Il semble donc que les stocks soient jugés encore trop importants au vu de la demande pour lancer de nouveaux projets. Enfin, la suppression de la déductibilité des intérêts d'emprunt, qui concernait l'ancien et le neuf, pourrait créer un artefact, encourageant les acquisitions avant la fin 1996 puis ralentissant les investissements par la suite. Cependant, l'impact négatif de cette suppression serait affaibli par les recours accrus aux prêts à taux zéro.

En 1996, le logement ne pâtirait pas du ralentissement passager du revenu des ménages : la valeur réelle (déflatée des prix à la consommation) de l'investissement progresserait de 1,5 %. Ainsi, le taux d'épargne logement progresserait de 0,1 point du revenu disponible brut pour atteindre 6,7 %. La progression du revenu des ménages en 1997 ramènerait ce taux à 6,6 % en 1997.

La baisse du taux d'épargne globale conjuguée à la hausse du taux d'épargne logement amènerait une diminution du taux d'épargne financière en 1996. Ainsi, cette année serait marquée par un ralentissement des placements financiers mais aussi par l'augmentation de l'endettement, tant de trésorerie que pour l'habitat. En 1997, le versement anticipé de la prime des PEP devrait permettre d'augmenter les transferts en capital vers les ménages de 15 milliards de francs. Ces transferts ne sont pas comptabilisés comme éléments de revenu, ils sont retracés dans le compte de capital. La consommation d'une partie de ces primes se traduirait par une baisse du taux d'épargne (consommation supplémentaire sans source nouvelle de revenu) de l'ordre de 0,1 point de RDB, tandis que le placement de l'autre partie amènerait une hausse du taux d'épargne financière. Cette hausse se cumulerait avec l'impact de la baisse de 0,1 point du taux d'épargne logement de 1997. Le taux d'épargne financière serait ainsi de 5,9 % en 1997 après 5,1 % en 1996.

## **Investissement : la reprise s'est interrompue**

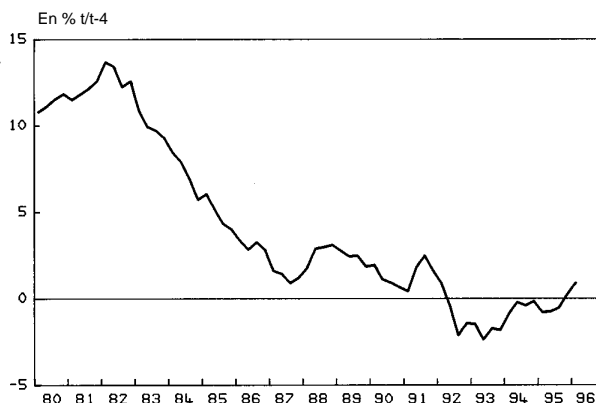
La croissance de l'investissement marque le pas depuis quelques trimestres. Si, en moyenne, les dépenses se sont élevées de 3,9 % l'année dernière, elles auraient stagné entre la fin 1994 et la fin 1995, à la suite de rebonds et de replis successifs. L'atonie de ce profil s'est prolongée au cours de la première moitié de 1996 : à la croissance de 1 % au premier trimestre a fait suite un nouveau repli au deuxième (- 1,6 %), creusant l'acquis de croissance de 0,4 % à - 0,7 %.

Ces hésitations ont interrompu le mouvement de reprise de 1994 qui, au demeurant, était resté largement sous-estimé jusqu'aux nouvelles évaluations des comptes nationaux de la mi-1996 ; dans leur première version, les comptes faisaient en effet apparaître une baisse de 0,6 % en moyenne annuelle, tandis que les données actuellement disponibles témoignent au contraire d'une hausse de 1,7 %. La révision a été plus sensible encore pour les entreprises du seul secteur concurrentiel, de 1,2 % à 5,2 %, en opposition avec le creusement des dépenses des

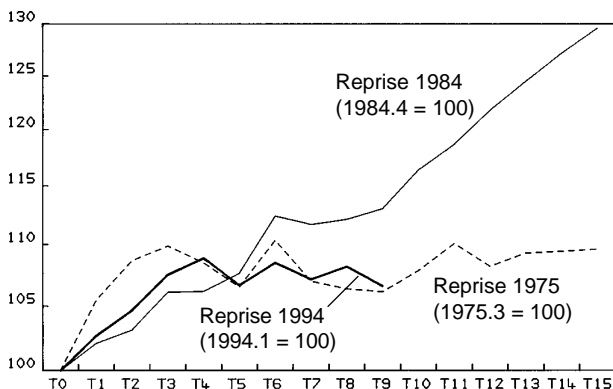
Grandes entreprises nationales, de - 10,7 % à - 20,1 %. Cette reprise a porté exclusivement sur les achats de produits manufacturés (4,5 %), tandis que, sur la lancée de 1993, l'investissement en bâtiment-travaux publics continuait à décliner en correction des excès d'accumulation passés. A la faveur de l'amélioration de leur situation patrimoniale, après l'ajustement brutal des dépenses en 1993, les entreprises ont réamorcé l'accumulation des biens dont l'acquisition peut être différée dans le temps. La dépression de 1993 et la reprise de 1994 relèvent aussi d'un comportement spéculatif de la part des entreprises, en lien avec le recul du prix des biens d'équipement en 1992 et 1993 (graphique 33). Certes, la baisse de l'investissement nourrit, sur les marchés en excès d'offre, des baisses de prix ; mais en retour, ces baisses peuvent inciter les décideurs à différer les achats dans l'attente de nouveaux replis. Elles ont probablement accentué la chute de l'investissement en 1993. Par contrecoup, le ralentissement de la baisse des prix dans la seconde moitié de 1993, puis leur stabilisation en 1994, ont pu influencer sur la vague d'acquisitions qui s'est affirmée au cours de l'année 1994. Le profil de l'investissement en 1995, marqué par l'attentisme, relève certainement pour partie de ces comportements spéculatifs, le recul des prix semblant s'être à nouveau accentué.

Rapidement interrompue, la dernière reprise cyclique de l'investissement s'apparente à celle de 1975 (graphique 34). Dans les deux cas, dix trimestres après son point bas, l'investissement n'a crû que d'un peu plus de 6 %. En regard, la reprise de 1984 avait été sensiblement plus soutenue (+ 13 % après dix trimestres). L'essoufflement de la reprise de 1975 s'était prolongé par une longue stagnation des dépenses jusqu'en 1985. Faut-il voir dans les évolutions récentes de l'investissement l'amorce d'une reproduction de ce schéma ? Probablement pas, dans la mesure où la situation actuelle des entreprises et celle qui prévalait alors n'ont rien en commun. A l'époque, leur situation financière était bien plus dégradée qu'elle ne l'est maintenant. Le partage des revenus s'effectuait en faveur des salariés et corrélativement les entreprises ne pouvaient dégager les marges de financement suffisantes ; elles étaient alors amenées à

33. Variation du déflateur de la FBCF en biens d'équipement professionnels



Sources : INSEE, calculs OFCE.



34. Comparaison des reprises d'investissement

Sources : INSEE, calculs OFCE.

s'endetter et, de fait, bridait les dépenses. Cette contrainte ne pèse plus aujourd'hui ; le désendettement s'est poursuivi, plus particulièrement dans l'industrie, et l'épargne qui y était consacrée peut aujourd'hui être affectée aux dépenses réelles ; en outre le bas niveau des taux d'intérêt rend les placements financiers moins attractifs.

## Le redémarrage devrait s'affirmer...

Les informations conjoncturelles restent contradictoires, comme elles l'étaient déjà lors de notre précédente chronique. L'opinion des grossistes en biens d'équipement sur le volume de leur ventes, en repli depuis la fin 1994, s'est encore dégradée à l'enquête de juillet et témoigne maintenant d'un climat dans le secteur guère plus favorable qu'en 1992. Ce pessimisme s'est d'ailleurs traduit quantitativement dans les dernières évaluations des comptes nationaux. D'autre part, l'enquête de juin sur les trésoreries dans l'industrie a confirmé le recul des intentions d'achat, déjà perceptible à l'enquête de janvier dans le contexte d'une rechute des situations de trésorerie et des résultats d'exploitation.

Mais les entreprises des branches industrielles et les plus grandes du tertiaire, interrogées sur leurs projets de dépenses pour 1996, déclarent des montants en nette progression par rapport à 1995, incompatibles avec l'acquis de croissance négatif donné par les comptes trimestriels.

Il convient de noter, qu'à ce stade, l'ensemble des informations disponibles est fragile. L'expérience a montré, comme en 1994, que les premières estimations des comptes trimestriels sont susceptibles d'être amendées par l'incorporation de données annuelles plus solides ; il n'est donc pas exclu que l'acquis de croissance au deuxième trimestre de cette année soit sous-estimé. L'expérience a aussi montré que les entreprises peuvent réviser assez fortement leurs projets au fil des enquêtes

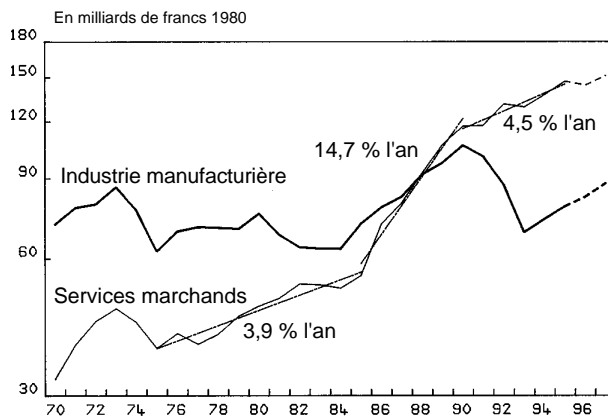


quantitatives. Ainsi, les déclarations afférentes aux quatre dernières années, lors de l'enquête sur les investissements dans l'industrie, ont toujours été revues en baisse entre les mois d'avril et d'octobre <sup>7</sup>. Dès lors la progression de 9 % annoncée par les industriels en avril pourrait être minorée à son tour ; c'est ce que suggère l'enquête, plus récente, sur les facteurs de production dans les grandes entreprises.

En anticipant sur la convergence des différents indicateurs, il semble que l'on puisse compter sur une progression de l'investissement d'ici à la fin 1996 et en 1997, mais à un rythme inférieur à celui envisagé antérieurement (graphiques 35 et 36). Sa croissance en moyenne annuelle serait faiblement positive en 1996 (0,3 %), du fait d'un acquis provisoire négatif, et s'appuierait sur la reprise des achats de biens d'équipement, soutenus aussi par le dispositif fiscal en matière d'amortissement des biens nouvellement acquis <sup>8</sup>. Les investissements en bâtiment, quant à eux, continueraient à décliner sur l'horizon de la prévision.

En 1997, la croissance serait portée par le renouvellement des générations de biens d'équipement, anciennes maintenant, issues de la vague d'accumulation initiée il y a dix ans. Elle s'établirait en moyenne annuelle à 4,4 %, portant, fin 1997, l'ensemble des dépenses à un niveau supérieur de 6 % à celui de la fin 1996.

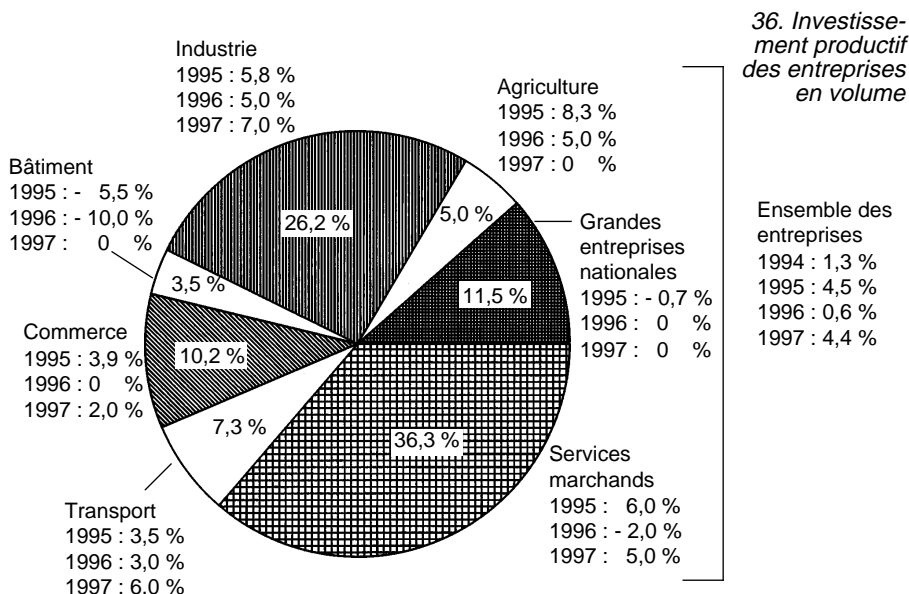
### 35. Investissement productif des entreprises



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

7. Voir : « Le crépuscule des monnaies fortes », *Observations et Diagnostics Economiques, Revue de l'OFCE*, n°57, avril 1996, pp.67-68.

8. En janvier 1996, dans le cadre des mesures de soutien à l'activité, le gouvernement a décidé une majoration des taux d'amortissement des biens acquis au cours des douze mois suivant la date d'entrée en vigueur de la mesure. Les taux sont passés de 40 à 60 % pour les biens amortissables sur cinq ans et de 25 à 35 % pour ceux amortissables sur dix ans. Ces dispositions arrivent à échéance en février 1997.



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.

## ... malgré de fortes disparités sectorielles

L'investissement serait le plus dynamique dans l'industrie. L'analyse des situations financières par secteur a en effet montré que les entreprises industrielles, en dégagant une capacité de financement de manière quasi continue depuis 1986, sont, du point de vue de leur endettement, dans une position bien plus favorable que les entreprises des branches tertiaires<sup>9</sup>. Elles seraient à même de financer le remplacement d'un volume important d'équipements obsolètes, ce qui n'était pas le cas dans la seconde moitié des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt.

Le redressement de la FBCF, que font désormais apparaître les nouvelles évaluations pour 1994 et 1995, se prolongerait donc. La croissance en volume serait de 5 % cette année, de 7 % l'année prochaine. Elle serait toutefois légèrement moindre que celle escomptée antérieurement, dès lors qu'une partie des besoins en capital a déjà pu être satisfaite grâce à une reprise qui s'est finalement avérée plus précoce. La croissance du stock de capital, qui avait chuté à des niveaux historiquement faibles ces dernières années, se redresserait légèrement

9. Voir : H. Péléraux, « Entreprises : des comptes en trompe-l'œil », *Lettre de l'OFCE*, n° 151, mai 1996.

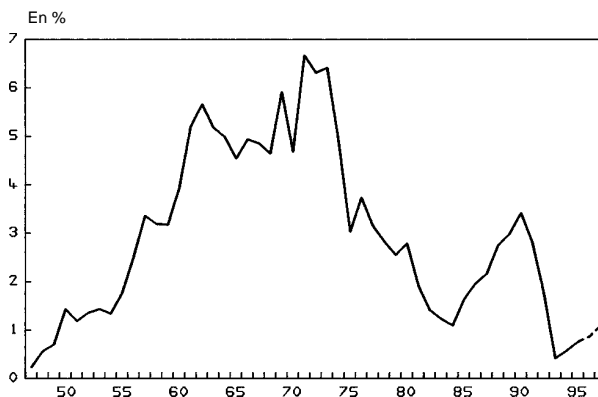
(graphique 37). Mais le retour à des rythmes d'accumulation propres à assurer une croissance extensive des capacités de production exigera la poursuite de l'effort d'investissement au-delà de l'horizon de la prévision.

La situation dans le secteur tertiaire, en particulier dans les services marchands, est sensiblement différente. Les entreprises, en creusant considérablement leur besoin de financement à la fin des années quatre-vingt, ont accumulé un stock de dettes susceptible d'infléchir durablement les rythmes d'accumulation, comme on l'a vu récemment. Le taux de croissance moyen de l'investissement dans les services est en effet tombé de 15 % dans la seconde moitié des années quatre-vingt à 4,5 % depuis 1990. Mais ce n'est qu'en 1993 et en 1994 que les entreprises tertiaires ont commencé à se désendetter, accomplissant avec retard une partie du chemin déjà effectué par l'industrie. La poursuite de ce processus devrait laisser subsister un écart de croissance substantiel entre l'industrie et les services. Ainsi, l'investissement cumulé dans les services ne croîtrait-il que de 3 % entre 1995 et 1997, contre 12 % dans l'industrie.

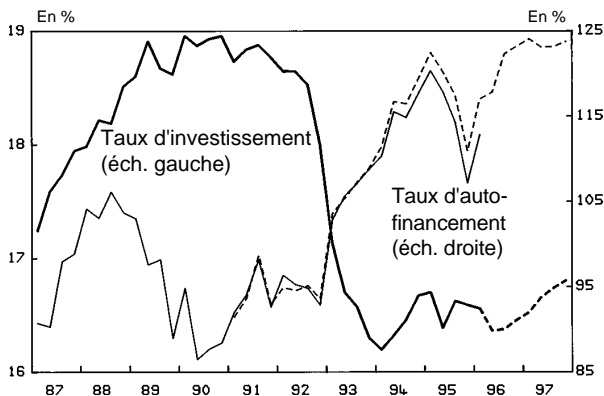
Dans les transports, les perspectives sont un peu mieux orientées, la vague de renouvellement des matériels étant maintenant bien engagée ; mais l'investissement dans le secteur des commerces restera obéré par le gel des implantations de grandes surfaces. Le bâtiment et les travaux publics, qui traversent une nouvelle année de récession, devraient à nouveau comprimer leurs dépenses en 1996. Dans l'agriculture, l'effort d'investissement devrait se maintenir à haut niveau mais, après deux années de nette reprise, n'accélélerait plus en 1996 et en 1997. Enfin, les Grandes entreprises nationales chercheront à préserver leur capacité de financement ; leurs dépenses stagneraient encore après le fort ajustement à la baisse survenu en 1994.

Du fait de ces contrastes sectoriels, le taux d'investissement des sociétés, considérées dans leur ensemble, ne progresserait que très modestement, le plus grand dynamisme de l'industrie compensant à peine la faiblesse des autres composantes (graphique 38). Le taux d'épargne sera d'un côté soutenu en 1996 et en 1997 par le redressement

37. Variation du stock de capital brut de fin d'année dans l'industrie



Sources : INSEE, P. Villa, calculs et prévisions OFCE.



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

Sources : INSEE, correction et prévisions OFCE.

conjoncturel du taux de marge après le passage en creux de 1995 ; de l'autre, l'épargne des sociétés bénéficiera de l'allègement du coût du crédit, tant par la baisse des taux d'intérêt que par la poursuite du recul de l'endettement lui-même. Ainsi, faible taux d'investissement et taux d'épargne élevé se combineront-ils pour maintenir le surfinancement de l'accumulation.

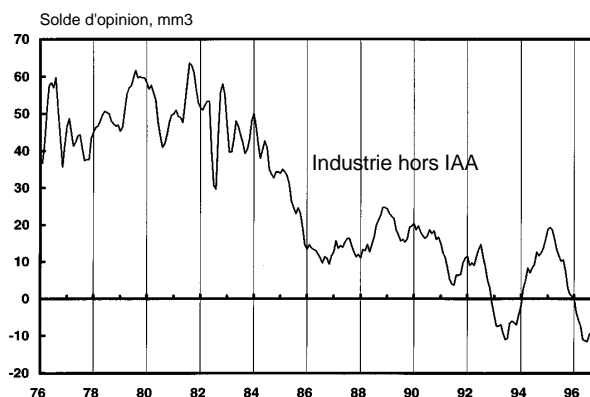
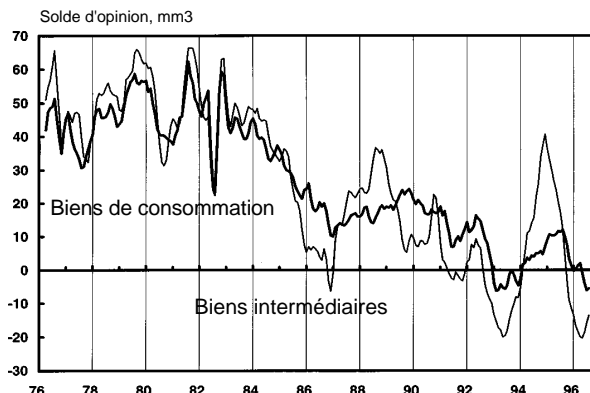
## Le ralentissement des prix s'accroît une fois achevée la diffusion de la hausse du taux de TVA

Dans un contexte de faibles pressions sur les coûts de production, la hausse du taux de TVA de 18,6 % à 20,6 % a été répercutée très lentement et de façon incomplète dans les prix des produits manufacturés et des services du secteur privé.

La hausse du prix des matières premières resterait modérée au vu de la baisse enregistrée depuis le mois de mai. Par ailleurs, la progression des salaires s'est fortement ralentie. Au niveau de l'ensemble de l'économie, les coûts salariaux unitaires ralentiraient en 1996 puis accéléreraient modérément en 1997. Ainsi, bien que les industriels prévoient un ralentissement de la chute des prix à la production des biens intermédiaires (graphique 39), ceux-ci resteraient faibles pour l'ensemble de l'économie.

De plus, la demande ne serait pas suffisamment vigoureuse pour que les commerçants reconstituent rapidement les marges qu'ils ont laissé s'éroder en ne répercutant pas totalement sur les prix la hausse du taux de TVA. Les prix à la consommation des produits manufacturés ralentiraient donc, leur progression de décembre à décembre passant de 1,2 % en 1995 à 0,7 % en 1996 et 0,3 % en 1997. Le prix des services privés, très sensible aux coûts de la main d'œuvre, ralentirait du fait de la modération

39. Perspectives d'évolution des prix dans l'industrie

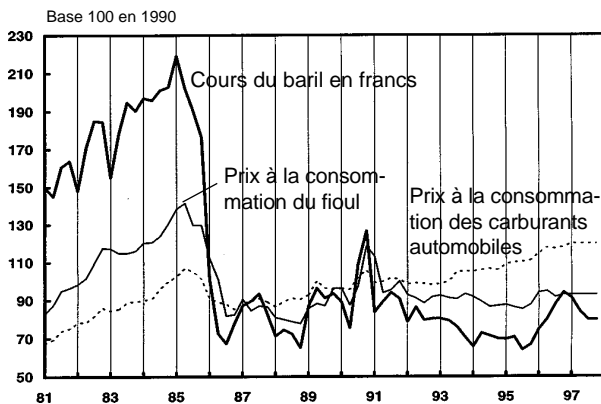


Source : INSEE.

salariale. Leur prix relatif <sup>10</sup> progresserait plus lentement en 1996 qu'en 1995 (glissement annuel de 1,1 % pour 1995 et 0,8 % en 1996). Il s'accélérait en 1997 (+ 1,1 %) sous l'effet de l'accroissement du pouvoir d'achat des salaires.

L'évolution du prix de l'énergie résultera de la confrontation de deux mouvements contradictoires jusqu'à la mi-97. D'une part, les tarifs de l'électricité et du gaz baissent. D'autre part, la hausse des cours mondiaux du pétrole et l'alourdissement de la fiscalité favorisent une augmentation du prix de l'énergie (graphique 40). La hausse de la Taxe intérieure sur les produits pétroliers, au 1<sup>er</sup> janvier 1997, devrait en effet entraîner pour le consommateur une progression moyenne des prix des carburants de 1,5 %. Après une progression de 4 % de décembre 1995 à décembre 1996, le prix de l'énergie devrait diminuer de 0,6 % en 1997.

10. le prix relatif est le rapport entre l'indice des prix des services et celui des prix à la consommation.



Sources : INSEE, HWWA, prévisions OFCE.

Les mesures de rétablissement des comptes sociaux devraient par ailleurs influencer l'évolution des prix du tabac et ceux des soins de santé. Afin d'augmenter les marges des distributeurs tout en favorisant la progression des recettes de l'accise sur les tabacs, les producteurs se sont concertés pour augmenter le prix du tabac de 9 % au début de l'année 1997. Les tarifs des soins de santé progresseraient peu en 1997. En effet, un grand nombre de catégories de praticiens (médecins libéraux, masseurs-kinésithérapeutes, chirurgiens-dentistes, ...) n'ont pas signé d'objectif quantifié national, ce qui leur interdit de nouvelles revalorisations de tarifs.

Enfin, le manque de dynamisme du marché de l'immobilier permettrait de confirmer le ralentissement des loyers observé depuis le mois d'avril 1996 (le glissement annuel est passé de 2,5 % à 2,1 % environ). La forte progression du coût de la construction au deuxième trimestre 1996 devrait se tempérer par la suite, tandis que les rabais octroyés lors de renégociation ou de changement de locataire continueraient à peser sur les loyers. En revanche, le prix de l'eau poursuivrait sa progression sur une tendance de 6 % l'an, effective depuis 1994.

Au total, la tendance au ralentissement des prix serait rendue plus visible par l'arrêt de la diffusion de la hausse du taux de TVA dans les prix à la consommation. Les prix à la consommation, après une progression en glissement annuel de 2,0 % en 1995, augmenteraient de 1,7 % en 1996 et 1,1 % en 1997. Pour les prix hors énergie et tabac, ces chiffres seraient respectivement de 1,3 % en 1996 et 1,0 % en 1997, après 1,9 % en 1995.

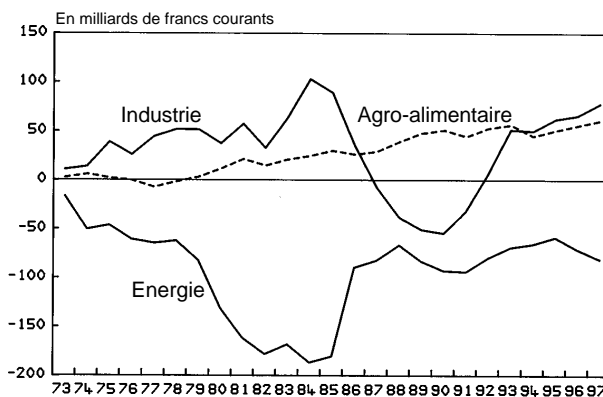
## L'excédent extérieur s'amplifiera encore

L'excédent du commerce extérieur devrait continuer de s'amplifier et dépasserait 100 milliards de francs l'an prochain. L'amélioration serait seulement interrompue cette année, à cause du creusement du déficit

énergétique (graphique 41 et tableau 4). Celui-ci a atteint un point historiquement bas en 1995 avec 58,7 milliards de francs, soit 0,8 % du PIB seulement. Le repli des volumes importés depuis la récession de 1993 a été accentué par la baisse des prix.

Une reprise des importations, en particulier de pétrole brut et de gaz s'est produite au premier semestre 1996. Des raisons climatiques ont soutenu la consommation finale en début d'année, et les stocks ont été reconstitués. La hausse des prix, en dollars et en francs, continuerait de renchérir les importations au second semestre. Compte-tenu des effets décalés des hausses de prix du pétrole brut sur l'ensemble des énergies, les importations en valeur devraient progresser d'environ 20 % cette année et d'un peu plus de 10 % l'an prochain. Malgré de bonnes performances à l'exportation, le déficit se creuserait d'une dizaine de milliards chacune des deux années.

41. Soldes commerciaux par produits (FAB/CAF)

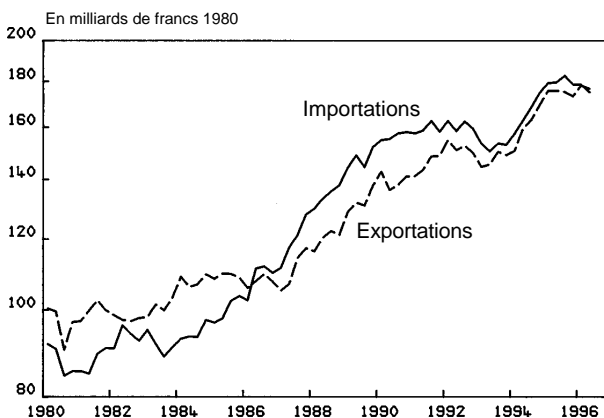


Sources : INSEE, prévisions OFCE.

En revanche, l'excédent agro-alimentaire devrait continuer de s'amplifier. Déjà en 1995 et au début de 1996 les exportations céréalières avaient progressé : la flambée des prix internationaux, due à la sous-production mondiale, avait favorisé les exportateurs français dont la récolte était bonne, malgré les taux de jachère élevés décidés par l'Union Européenne. La baisse de ces taux de jachère et l'amélioration des rendements laissent augurer une récolte exceptionnelle à l'été 1996. La récolte nord-américaine s'avère également bonne, ce qui devrait commencer à résoudre les déséquilibres internationaux, permettre de reconstituer partiellement les stocks et détendre un peu les prix. Les exportations françaises progresseraient cependant fortement, davantage que les importations.

Les échanges de produits manufacturés en volume ont montré un net tassement à partir de la mi-95 et même un recul au début de 1996 (graphique 42). Tous les produits ont été concernés, à part l'automobile. Les inflexions furent les plus marquées pour les biens intermédiaires (graphique 43). Globalement, le repli des importations ayant été plus fort que celui des exportations, le taux de couverture s'est amélioré (graphique 44). L'écart conjoncturel du premier semestre résulte de la faiblesse de la demande intérieure, bridée par le recul de l'investissement des entreprises et par le déstockage massif de produits manufacturés. La forte reprise de la consommation automobile au troisième trimestre 1996, avec une forte croissance du taux de pénétration des marques étrangères, et le ralentissement puis l'arrêt du déstockage, gonfleront la croissance des importations au second semestre. En 1997, la reprise modérée de la demande intérieure finale porterait celle des achats à l'étranger à 5,6 % en volume.

Les exportations devraient se redresser un peu au second semestre 1996. L'opinion des industriels sur les carnets de commandes est restée pessimiste jusqu'en juillet et se redresse à partir de septembre (graphique 45). Le décalage avec les importations serait donc marqué au second semestre, corrigeant partiellement l'écart inverse du premier

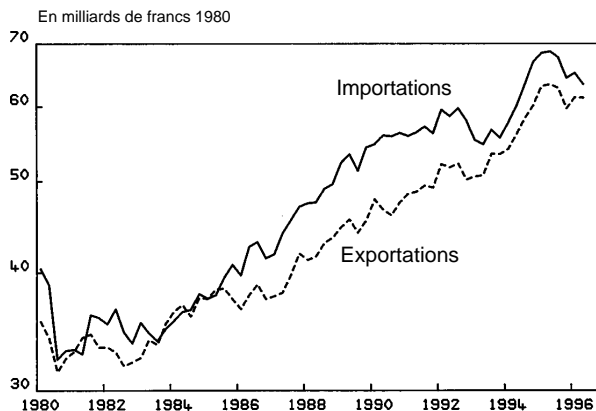


42. Echanges extérieurs de produits manufacturés en volume

Source : INSEE.

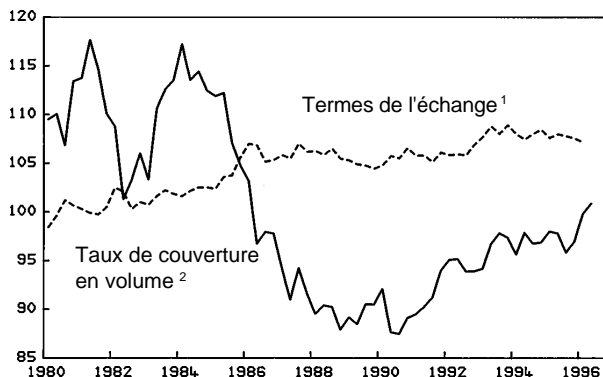


43. Echanges extérieurs de biens intermédiaires, en volume



Sources : INSEE.

44. Echanges extérieurs de produits manufacturés, en volume

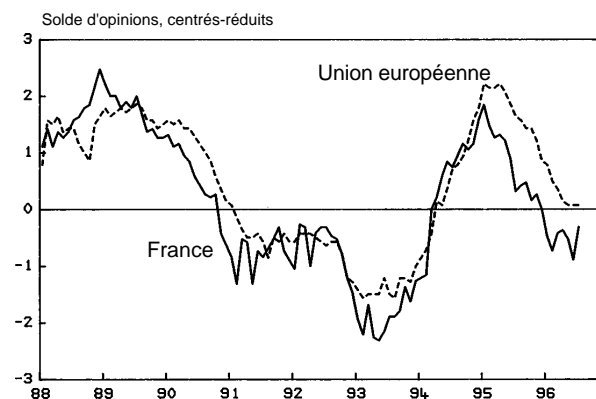


1. Rapport des prix d'exportation aux prix d'importation, base 1980 = 100.

2. Rapport exportations / importations en volume, aux prix de 1980.

Source : INSEE.

45. Comandes étrangères dans l'industrie



Source : CE.

semestre. En revanche, en 1997, les ventes à l'étranger progresseraient un peu plus que les achats (+ 6,3 %). La France devrait en effet stabiliser ses parts de marché à l'exportation, comme elle l'a fait dans le passé récent.

L'excédent de la balance des paiements courants devrait se réduire un peu cette année (75 milliards après 81,2 en 1995) essentiellement à cause de moindres recettes touristiques. Ces pertes de ressources seront en partie compensées par une diminution de la contribution au budget de l'Union européenne, en 1996 puis en 1997. L'an prochain, l'excédent global s'amplifiera de nouveau (85 milliards).

## **La politique monétaire continuerait de s'assouplir en 1997**

Depuis le début de l'année 1995, les taux d'intérêt à trois mois ont connu une baisse significative, passant de 7,5 % à 3,9 % au troisième trimestre 1996. Cette détente monétaire, facilitée par un environnement favorable, devrait se poursuivre en 1997.

Les objectifs du Conseil de la politique monétaire, maintenir l'inflation en deçà d'une limite de 2 % et stabiliser le franc dans le cadre du SME, ont été réalisés au cours de l'année 1995. Cependant, les taux d'intérêt à court terme ont connu de larges fluctuations au cours de cette année, mais sont restés sur une tendance globalement orientée à la baisse, se maintenant dans le sillage des taux allemands.

Désormais, bien que les taux directeurs allemands se situent à des niveaux historiquement bas, on peut espérer de la Bundesbank qu'elle procède encore à une nouvelle détente de sa politique monétaire. Elle compenserait par une baisse des taux courts la faiblesse persistante du dollar tout en stimulant son activité, déprimée notamment par une politique budgétaire très restrictive.

La France pourrait choisir un « policy-mix » combinant une politique budgétaire restrictive et une politique monétaire plus accommodante. Dans un contexte d'inflation et de croissance modérées et de maintien du franc par rapport au mark, la Banque de France aurait la possibilité de réduire sensiblement la prime de risque sur les taux courts par rapport aux taux allemands. Le raffermissement du franc devant le mark dans les prochains mois aurait pour conséquence de réduire presque totalement l'écart de taux d'intérêt à court terme avec l'Allemagne. Ce mouvement se répercuterait sur les taux longs pour lesquels il n'y aurait plus d'écart significatif (tableau 5).

D'une façon plus générale, les politiques monétaires européennes resteraient accommodantes au cours de l'année 1997 afin de compenser la situation exceptionnelle que constitue la conduite d'une politique budgétaire très restrictive et simultanée à tous les pays d'Europe en

période de croissance peu dynamique. Toutefois, si les taux d'intérêt nominaux sont au plus bas depuis 1977, il n'en reste pas moins que les taux d'intérêt réels restent relativement élevés et dépassent ceux que supportaient, dans une conjoncture comparable, les Etats-Unis et le Japon. Or, se ramener à des taux d'intérêt réels courts faibles, voire nuls, est un moyen d'alléger le coût de la dette publique en suscitant une demande accrue de titres longs.

## **Le contrôle des déficits publics dans un contexte de faible croissance s'est avéré difficile en 1995-1996**

Le traité sur l'Union économique et monétaire en Europe (traité de Maastricht) impose de respecter deux critères concernant les finances publiques : le déficit de l'ensemble des administrations publiques ne doit pas dépasser 3 % du PIB nominal et la dette publique ne doit pas excéder 60 % de ce même PIB. Lors du sommet de Madrid, il a été décidé que l'adéquation à ces critères serait examinée à l'aune des résultats de l'année 1997. D'où l'importance particulière que revêt le bouclage du budget pour cette année-là.

La dérive du déficit de l'ensemble des administrations publiques a conduit en 1993 à un besoin de financement de presque 6 % du PIB en valeur (au sens européen). Depuis, de gros efforts ont été fournis, dans un premier temps pour enrayer l'accroissement du déficit et, dans un second temps, pour le réduire. En effet, et indépendamment de toute contrainte européenne, se pose également le problème de la soutenabilité de la dette publique. Afin d'éviter une croissance auto-entretenu de la dette publique lorsque le taux d'intérêt réel est supérieur au taux de croissance de l'économie, il est nécessaire de dégager un excédent primaire (c'est-à-dire un excédent des recettes sur les dépenses hors charges d'intérêt), ce qui ne fut pas le cas dans les années récentes. Les efforts à fournir sont donc d'autant plus nécessaires que le contexte actuel est peu favorable à la réduction spontanée de la dette.

C'est essentiellement le déficit de l'Etat qui détermine l'évolution de la dette des APU.

En 1995, première année de tentative de redressement du déficit de l'Etat, les dépenses ont été relativement bien maîtrisées. Toutefois, certaines ont été largement sous-estimées (par exemple les prélèvements communautaires) alors même que simultanément d'importantes moins-values fiscales se réalisaient. La croissance plus modérée que prévue a limité le rendement de plusieurs impôts, creusant un écart de 46 milliards de francs par rapport aux recettes escomptées dans la loi de Finances initiale (7 milliards sur l'impôt sur le revenu, 16 milliards sur l'impôt sur les sociétés, 11 milliards sur la TVA et 3 milliards sur la TIPP).

Un certain nombre de mesures rectificatives ont dû être prises en cours d'année afin de compenser ce décalage entre recettes et dépenses. C'est ainsi, notamment, que le taux de TVA a été augmenté de 2 points et qu'une contribution exceptionnelle de 10 % a été décidée sur l'IS et l'ISF. Par ailleurs, de nombreuses annulations de crédits, en particulier dans le domaine militaire, sont venues limiter l'évolution des dépenses. Quant aux budgets civils, c'est surtout au travers de coupes dans les dépenses d'intervention que leurs crédits ont été limités.

Enfin, le bouclage du budget, dont le déficit était encore trop important après l'application de ces mesures, a été effectué en recourant à des solutions de nature ponctuelle : prélèvement sur les fonds d'épargne de la Caisse des Dépôts et Consignations, reports de crédits exceptionnels, ... Au total, et malgré un dérapage des dépenses de santé, le déficit s'est établi à 4,85 %<sup>11</sup> du PIB nominal, soit sensiblement en dessous de la cible de 5 % que s'était fixé le gouvernement.

L'exemple de 1995 montre que l'équilibrage des comptes, tel qu'il apparaît dans la loi de Finances initiale, est très sensible aux hypothèses formées sur la croissance économique. Les marges de manœuvre dont dispose le gouvernement pour compenser une activité plus déprimée que prévu, sont à la fois limitées et difficilement reconductibles.

Le budget de 1996 entend continuer le contrôle des dépenses afin de parvenir à un déficit des APU de 4 %. Toutefois, c'est encore grâce à divers ajustements budgétaires techniques que le déficit de l'Etat restera quasiment conforme à l'estimation faite à l'automne dernier, soit 288 milliards.

Du côté des dépenses, un décret d'avance et un arrêté d'annulation publiés le 13 avril 1996 sont venus modifier la loi de Finances initiale. Les dépenses nécessitant une ouverture urgente de crédits représentent 6,35 milliards (dotation en capital à GIAT-industrie, extension du prêt à taux zéro, financement de la prime à la reprise de véhicules anciens, ...). L'annulation de crédits porte quant à elle sur 4,8 milliards.

---

11. Le déficit public au sens de la comptabilité européenne avait été estimé à 5,8 % du PIB en 1994 et 5 % en 1995 en mars dernier. Cependant, des estimations incorrectes ont été relevées dans les comptes des administrations de sécurité sociale. Elles majoraient indûment le déficit public d'environ 10 milliards tant en 1995 qu'au cours des années antérieures (soit de l'ordre de 0,1 à 0,15 points de PIB). Les données présentées (5,6 % en 1994 et 4,85 % en 1995) sont conformes à celles qui ont été notifiées à la Commission européenne début septembre 1996.

Du côté des recettes, des rentrées non fiscales de 2 milliards, non incluses dans la loi de Finances initiale, ont également été intégrées (1 milliard en provenance du fonds de soutien des rentes versé au budget général et 1 milliard de la Banque de France au titre du gain réalisé lors du retrait de billets privés de cours légal).

Enfin, le gouvernement a décidé de mettre en réserve 20 milliards de crédits civils et militaires pour faire face aux aléas de l'exécution de la loi de Finances pour 1996 (conjoncture plus mauvaise que prévu initialement).

Malgré de nouvelles moins-values fiscales, le net ralentissement des dépenses d'intervention notamment devrait suffire pour garantir le déficit de l'Etat prévu pour 1996 (288 milliards).

Les administrations de Sécurité sociale, dont les recettes (essentiellement des cotisations sociales) sont très ralenties par la conjoncture défavorable, présenteront un déficit encore important de 0,65 % du PIB (51,5 milliards) et cela, bien que la progression des dépenses de santé se soit nettement ralentie.

Les administrations publiques locales affichent quant à elles un compte pratiquement équilibré en raison du ralentissement de leurs dépenses de fonctionnement et d'investissement et de l'évolution de leurs rentrées fiscales. Celles-ci sont en effet assez élevées car elles sont, d'une part, peu sensibles à la conjoncture (à l'exception de la taxe professionnelle) et d'autre part, dopées par les fortes augmentations de taux décidées en 1996.

Au total, le respect de l'objectif d'un déficit de 4 % du PIB pour les administrations publiques devrait être possible.

## **En 1997, une nouvelle réduction du déficit de l'Etat permettrait de respecter le critère de Maastricht**

Le gouvernement procède dans le projet de loi de Finances pour 1997 à une véritable présentation consolidée des comptes publics, avec des prévisions précises pour le déficit de chacun des quatre intervenants (tableau 6). Le déficit prévu pour l'Etat est de 2,9 % du PIB. Les administrations de Sécurité sociale présenteraient un solde déficitaire pour 0,3 % du PIB tandis que les administrations locales afficheraient des comptes équilibrés et les ODAC (Organismes divers d'administration centrale) connaîtraient une capacité de financement de + 0,2 % du PIB (16 milliards). En particulier, on trouvera ici les 12 milliards apportés annuellement par la CADES, la caisse constituée pour rembourser la dette sociale.

Le projet de loi de Finances pour 1997 stabilise les dépenses de l'Etat en francs courants. Le budget de l'Etat est fondé sur une hypothèse de

croissance du PIB en volume de 2,3 %<sup>12</sup>. Sur cette base, pour parvenir à un solde budgétaire de l'ordre de 283 milliards, le gouvernement ne peut agir principalement que sur la maîtrise des dépenses (tableau 7). En effet, le niveau relativement élevé des prélèvements obligatoires en France limite les possibilités d'augmentation des recettes sans affecter la croissance.

Or, les autorités ont peu de prise sur une grande partie des charges de l'Etat. Les dépenses d'intérêt (résultants de la dette accumulée au fil du temps) sont faiblement compressibles à court terme et les dépenses de rémunérations et de coûts de fonctionnement sont fortement déterminées par des accords préalables. Seules les dépenses d'intervention sont susceptibles d'être limitées de nouveau, bien qu'un remodelage des dépenses sociales paraisse difficile à imaginer.

Sous ces contraintes, le budget présente un maintien des dépenses au niveau de 1996, soit un montant de 1 552 milliards. Cela représente une économie de l'ordre de 1,5 % (évolution prévue pour l'inflation).

Le service de la dette occuperait près de 15 % des dépenses du budget général et s'élèverait à 235 milliards. Par ailleurs, les dépenses du budget sont constituées à près de 37 % par les rémunérations et pensions civiles et militaires. Enfin, les interventions de l'Etat (titre IV) représentent près de 30 % des charges et comprennent notamment les transferts aux agents économiques (subventions aux entreprises, prestations sociales, aides au logement, ...). C'est sur ce dernier poste que semblent se concentrer les principales coupes budgétaires.

---

12. Cette hypothèse est légèrement supérieure à celle retenue ici : l'écart en résultant sur le déficit des administrations est de l'ordre de 0,1 % du PIB, à taux d'intérêt identiques. Sur ce point, les prévisions de taux associées à la loi de Finances ne sont pas communiquées.

Du côté des recettes, la volonté du gouvernement de réduire dès 1997 l'impôt sur le revenu de 25 milliards de francs pèse sur l'équilibre général du budget. Les ressources nettes de l'Etat, déjà peu dynamiques du fait de la croissance modérée du PIB en 1997, sont insuffisantes pour atteindre la cible d'un déficit de 245 milliards.

Mais le gouvernement a su mettre à profit le formalisme comptable pour satisfaire au critère de Maastricht <sup>13</sup>. Il s'agit de la soulte versée à l'Etat par France Télécom pour un montant de 37,5 milliards, lesquels seront comptabilisés en recette publique (il s'agit d'une opération courante et non d'une opération en capital). Le déficit de l'Etat devrait s'en trouver réduit ; ce qui permettra de respecter le critère de Maastricht. Cette

---

13. Les artifices « habituels » tels que le report de dépenses d'exercice en exercice, les dotations en capital (comme cela fut le cas pour GIAT-industrie), ou l'utilisation habile des coupons courus, pourront être utilisés en complément de la soulte de France Télécom si le budget de 1997 connaît quelques dérapages par rapport à ce qui est prévu dans la loi de Finances. Ces artifices permettraient alors d'afficher un déficit de 3 %, dès lors que le déficit sous-jacent ne s'écarte pas trop nettement de cette cible.

somme est destinée à compenser partiellement la charge de versement des retraites des salariés de l'entreprise qui échoit désormais à l'Etat. La dépense nouvelle à laquelle s'engage ce dernier est d'environ 8 milliards consacrés, dès 1997. Toutefois l'essentiel de cette somme sera financé par les cotisations versées par France Télécom à l'Etat. Le reste du financement sera constitué d'un versement à l'Etat d'une fraction de la soulte (environ 1 milliard en 1997) par un fonds spécial créé à cette occasion. Si cette opération se révèle profitable à court terme pour les comptes de l'Etat, elle ne permet de réduire l'affichage du déficit que pour l'année 1997. Or, plus la maîtrise des déficits sera grande en 1997, plus sa poursuite sera difficile les années suivantes, ce qui ne peut être négligé.

## **La réduction du déficit des comptes sociaux devrait se poursuivre en 1997**

Le déficit prévu initialement en octobre 1995 pour 1996 était de 60 milliards. D'une part, le ralentissement de l'activité économique et la révision à la baisse de la masse salariale (estimée aujourd'hui à 2,3 % au lieu de 5,3 % prévu en octobre 1995) conduisent à une perte de cotisations sociales proche de 30 milliards. D'autre part, le coût induit par la mise en place de la « loi famille » de juillet 1994 s'est révélé beaucoup plus important que prévu. Au total, le déficit aurait donc dû être de l'ordre de 90 milliards. Le plan de réforme de novembre 1995 permet de ramener ce déficit à 51,5 milliards<sup>14</sup> en 1996, grâce aux mesures d'incidence immédiate et à l'allègement des frais financiers induits par la reprise de la dette sociale (tableau 8).

En 1997, le déficit spontané du régime général de la Sécurité sociale serait de 47,2 milliards si l'on en croit la Commission des comptes de la Sécurité sociale. Le gouvernement souhaite ramener ce déficit à 30 milliards. Pour trouver les 17 milliards nécessaires, il a fallu mettre en place de nouvelles recettes exceptionnelles. Ainsi l'augmentation des taxes sur le tabac et les alcools rapportera 4,5 milliards, l'élargissement de la CSG fournira 5,2 milliards (dont 3,1 seront reversés à la branche famille) et EDF reversera 3 milliards à l'Etat. Mais l'essentiel du projet du gouvernement porte surtout sur la maîtrise de la progression des dépenses de santé. D'après les estimations officielles, celles-ci n'augmenteraient que de 2,1 % en 1996 et de moins de 2,5 % en 1997, contre près de 4 % lors des années récentes. Cette maîtrise des dépenses s'étend à l'ensemble du régime général et s'opère au travers de nombreuses mesures concernant soit chacune des branches du régime général, soit l'ensemble de ces branches.

---

14. Chiffre révisé. Le déficit prévisionnel s'établissait à 48,7 milliards dans le rapport de juin de la Commission des comptes de la Sécurité sociale.



Les prestations de l'ensemble du régime général devraient progresser en volume de 1,7 % en 1996 et de seulement 1,3 % en 1997 (alors qu'elles atteignaient 4 % en 1990). Cette évolution résulte de mouvements spécifiques à chaque branche (tableau 9).

Pour la branche maladie, le compte suppose que la croissance des dépenses remboursables sera limitée à 2 % pour les médecins libéraux et à 5,1 % pour les médicaments (en s'appuyant sur les derniers chiffres d'évolution des dépenses de santé qui semblent indiquer un ralentissement assez marqué), tandis que la dotation globale hospitalière suivrait une évolution tendancielle de 2,5 %. Le déficit de la branche maladie, le plus important en valeur, semble désormais contrôlé puisqu'il se réduit régulièrement depuis 3 ans. En 1997, l'enveloppe prévue pour les dépenses est de 600,2 milliards (au lieu de 604,5 milliards correspondant à une évolution tendancielle).

Pour la branche famille, après le dérapage lié à la mise en place de la loi « famille » de 1994 (notamment en ce qui concerne l'allocation parentale d'éducation, APE), la progression des dépenses semble se stabiliser. Le déficit de cette branche devrait être considérablement réduit, passant de 38,9 milliards en 1995 à 8,7 milliards en 1997, sans qu'aucune modification de la réglementation applicable aux dépenses ne soit introduite dans les comptes. Cette réduction est due essentiellement à la rationalisation du financement des mesures de la loi « famille » (versement d'une partie des rendements de la CSG par exemple).

La branche vieillesse connaîtrait en 1997 un déficit prévisionnel de 7,8 milliards (après 5,8 milliards prévus pour 1996)<sup>15</sup>. Ce chiffre tient compte d'un transfert de 1,5 milliard du Fond de solidarité vieillesse (FSV) vers la branche vieillesse, mais aussi d'une progression des dépenses qui pèse sur le rétablissement à l'équilibre de cette branche. Les mesures incluses dans la loi de juillet 1993 auraient dû conduire, compte tenu de l'évolution des prix, à une revalorisation des pensions de retraite de 1,1 % au 1<sup>e</sup> janvier 1997. Or, la progression retenue dans les comptes est de 1,2 %, probablement pour compenser la majoration de 1,2 % de la cotisation maladie des retraités imposables.

Du côté des recettes, le total des cotisations sociales devrait augmenter de 3,1 % en 1997, ce qui constitue une prévision plutôt optimiste compte tenu de la hausse nominale de la masse salariale du secteur privé escomptée par le gouvernement (3,3 %) et de celle du salaire moyen par tête (2,5 %). Par ailleurs, la Sécurité sociale pourrait profiter de 2 milliards d'excédent du FSV.

Au total, les recettes progressent de 3,1 % et les dépenses augmentent de 2,6 %, ce qui conduit à un déficit spontané en 1997 de 47,2 milliards. Compte tenu des nouvelles ressources et des transferts, le déficit s'établirait à 29,7 milliards.

La situation financière du régime d'assurance chômage resterait excédentaire en 1996 et 1997, ce qui représenterait quatre années successives de solde positif. Celui-ci s'établirait en 1996 à près de 13 milliards de francs et approcherait les 12 milliards de francs en 1997. Les excédents de l'UNEDIC serviraient partiellement à financer le déséquilibre des comptes sociaux. En particulier, le projet de loi de Finances prévoit de récupérer 2,5 milliards sur le solde de 1996.

## **La France satisferait aux critères de Maastricht en 1997**

Les deux critères concernant les finances publiques seraient satisfaits en 1997 au regard des chiffres du projet de loi de Finances de 1997 : le

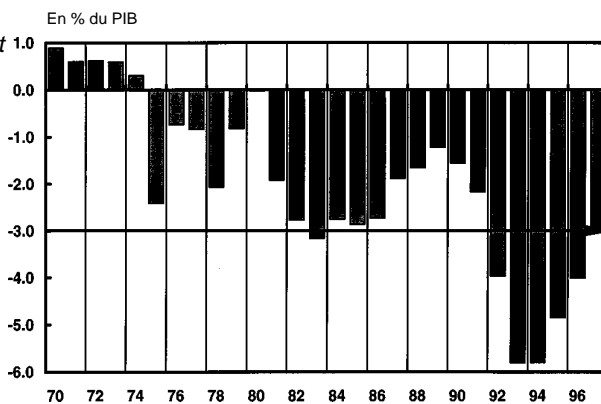
---

<sup>15</sup>. Rappelons que l'excédent qui apparaît en 1995 n'est imputable qu'à une opération exceptionnelle.

déficit de l'ensemble des administrations publiques s'établirait à 3 % du PIB nominal (graphique 46) et la dette publique, qui ne doit pas excéder 60 % du PIB, représenterait 58 % de ce dernier (tableau 10).

Cependant, ces résultats sont fondés sur des hypothèses de croissance de l'économie et de contrôle des dépenses publiques qui, si elles semblent réalisables, ne sont pas garanties. Un risque de dérapage existe et le plus grand danger semble venir des administrations de Sécurité sociale. La dérive du déficit des comptes sociaux pourrait s'avérer plus importante que ne le prévoit la loi de Finances. Les cotisations sociales, qui évoluent comme la masse salariale peuvent s'avérer inférieures à celles escomptées par le gouvernement. Simultanément, les dépenses peuvent progresser plus rapidement que prévu, creusant ainsi le déficit des comptes sociaux. Dans ce cas, le déficit des administrations publiques pourrait s'aggraver

46. Capacité ou besoin de financement des administrations publiques



Sources : OCDE, calculs OFCE.

sensiblement et dévier de la cible de 3 %. Toutefois, il y a peu de raisons de croire que le déficit de l'Etat ou des autres administrations (ODAC, administrations locales) s'écarte du chiffre annoncé, ce qui conduirait à un déficit total n'excédant pas 3,5 %.

On peut cependant penser que, même si tel était le cas, le gouvernement trouverait les moyens (gels de crédits, transferts, recettes exceptionnelles,...) de satisfaire aux critères de Maastricht. Le vrai problème n'est pas tant d'aboutir au chiffre de 3 %, que de savoir comment le gouvernement y parviendra et quelles seront les conséquences macro-économiques de la politique budgétaire restrictive que cela implique.

## **Grâce au temps partiel, l'emploi a mieux résisté à la pause de l'activité**

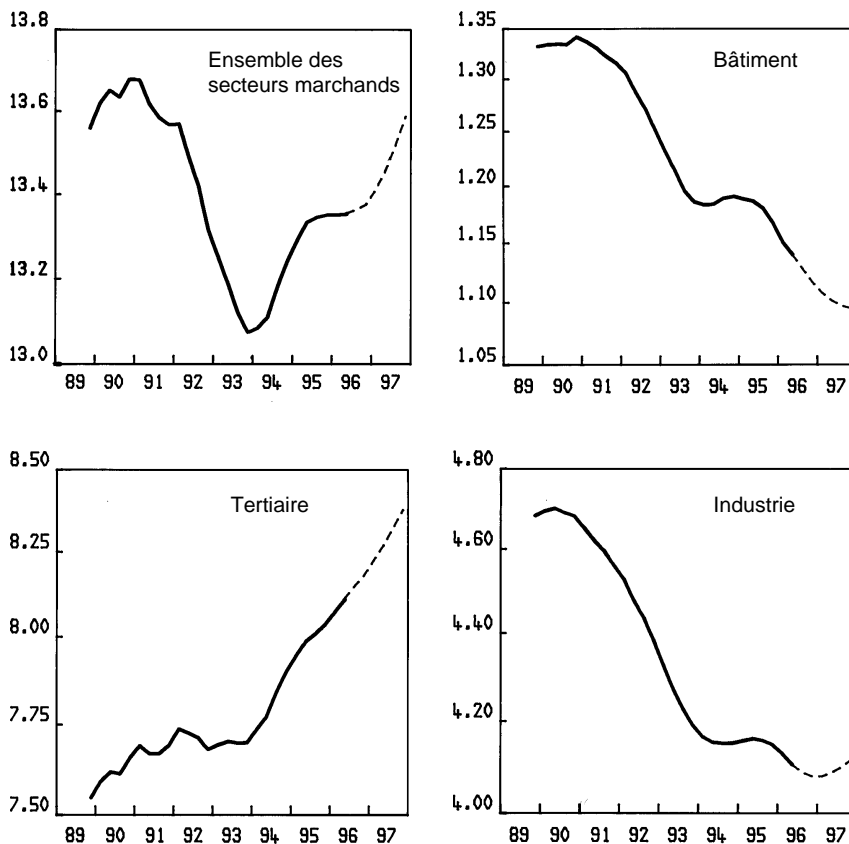
Au début de l'année 1996, les effectifs salariés ont à nouveau stagné, prolongeant l'atonie observée au cours de la seconde moitié de l'année dernière (graphique 47). Au total, les créations atteignent à peine 20 000 emplois sur un an. Cette situation résulte de profils opposant, d'un côté, les secteurs secondaires, et de l'autre, les secteurs tertiaires.

Dans l'industrie, les pertes d'emplois se sont accélérées au début de 1996 par rapport au second semestre 1995 : 45 000 suppressions contre 15 000 auparavant. Le recul de la production depuis un peu plus d'un an a conduit les entreprises à accentuer l'ajustement, mais en rythme annuel, ces pertes n'ont rien de commun avec celles des dernières années de récession pour lesquelles des replis proches de 200 000 étaient enregistrés. Grâce à une vive reprise de la production en 1994, les sureffectifs hérités de la crise ont été rapidement résorbés. D'où le quasi-arrêt des suppressions d'emplois sur l'année 1995 et les pertes limitées au début de 1996.

Dans le bâtiment, le premier semestre 1996 a prolongé la nette dégradation déjà enregistrée au quatrième trimestre de l'année dernière. Près de 30 000 emplois ont été perdus, soit un rythme annuel maintenant proche de ceux des « années noires » 1992 et 1993. En effet, le secteur des travaux publics est à nouveau en récession du fait de la compression des budgets d'investissement des collectivités locales.

Le secteur tertiaire fait exception. Les créations s'y sont poursuivies, + 75 000 postes au premier semestre, à un rythme supérieur même à celui du semestre précédent (+ 50 000). L'essentiel des gains provient des services marchands, notamment des services aux entreprises, qui après avoir perdu 10 000 emplois au second semestre de 1995, en ont à nouveau créé plus de 30 000. Le ralentissement conjoncturel, comme de coutume, avait fortement obéré l'activité des entreprises de travail intérimaire ; la chute, à la mi-95, de l'opinion des chefs d'entreprise de ce secteur sur la tendance de leur effectifs, déclarée à l'enquête trimestrielle dans les services, avait conforté les évaluations quantitatives. Il est

47. Emploi salarié \* (millions , cvs)



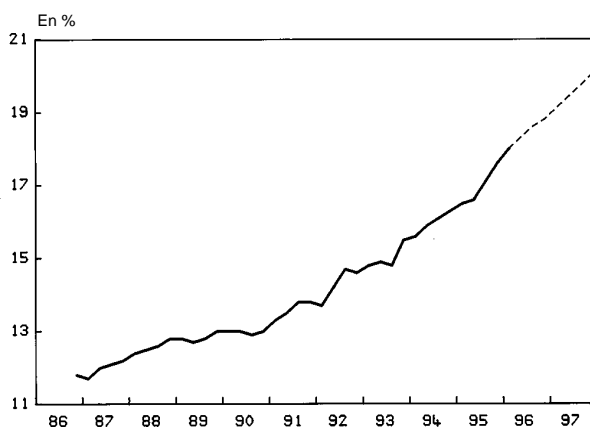
\* En fin de trimestre.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

probable que la contribution négative de l'intérim à l'ensemble se soit modérée au premier semestre, ne masquant plus un rythme davantage soutenu de créations des autres services aux entreprises.

La croissance des effectifs dans les services aux ménages s'est, curieusement, ralentie au premier semestre 1996 (25 000 postes contre plus de 50 000 au semestre précédent). Mais les premières évaluations de l'emploi dans ce secteur restent fragiles, comme l'expérience passée l'a montré. Enfin, les commerces ont créé un peu plus de 15 000 emplois au début de 1996, soit un rythme légèrement supérieur à celui du second semestre 1995. La forte croissance de la consommation au premier trimestre y a sans aucun doute encouragé les recrutements.

La croissance de l'emploi dans le secteur tertiaire a encore bénéficié du développement du travail à temps partiel. Les résultats de l'enquête annuelle sur l'emploi, menée auprès d'un échantillon de ménages, suggéraient déjà une accélération de sa diffusion après l'institution, en septembre 1992, de l'abattement de charges patronales. Les statistiques trimestrielles, élaborées récemment par le ministère du Travail, confirment les résultats de l'enquête emploi <sup>16</sup>. Le temps partiel est utilisé majoritairement par les entreprises tertiaires, en particulier dans les commerces et les services, et y représentait 18 % des emplois à la fin mars 1996 (graphique 48). La progression s'est nettement accélérée depuis quatre ans et s'établit désormais à environ un point par an.



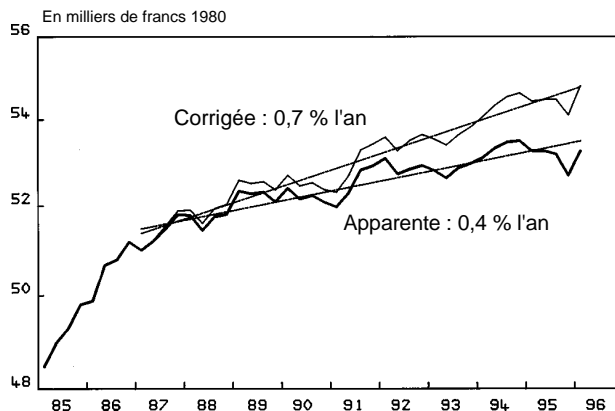
48. Part des salariés à temps partiel dans le tertiaire marchand

Sources : ministère du Travail - DARES, prévisions OFCE.

La diffusion du temps partiel serait à l'origine de la création de 95 000 emplois supplémentaires entre la fin 1993 et la fin 1995 par rapport à ce à quoi aurait conduit le seul développement du plein temps (encadré 2). A croissance donnée, l'économie crée désormais plus d'emplois, comme en témoigne le net freinage de la productivité depuis une dizaine d'années (graphique 49) ; les gains annuels de productivité s'établissent désormais sur une base de 0,4 % l'an dans le secteur tertiaire, soit un rythme presque de moitié inférieur au rythme sous-jacent calculé en partant d'effectifs en équivalent-temps plein.

16. Voir : F. Chouvel, « Indicateur trimestriel de la part des salariés à temps partiel dans les établissements de 10 salariés et plus », *Premières Informations*, DARES-ministère du Travail, août 1996.

49. Productivité du travail dans le tertiaire marchand \*



\* Valeur ajoutée par tête.

Sources : INSEE, ministère du Travail - DARES, calculs OFCE.

## 2. L'impact du temps partiel sur les créations d'emploi

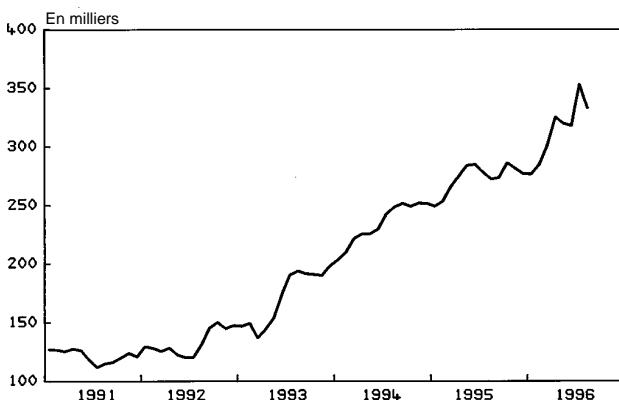
Le développement du travail à temps partiel est à l'origine d'un gonflement significatif des effectifs dans le secteur tertiaire. Il est en fait la mise en œuvre d'une réduction de la durée du travail, obtenue autrement que par la voie législative. Il en résulte une forme de partage du travail, contractuel à l'échelon décentralisé, encouragé par les pouvoirs publics sous la forme d'un dégrèvement de charges sociales.

Pour prendre la mesure de cet effet sur les créations, on peut comparer l'évolution effective de l'emploi avec celle qui aurait résulté de seules embauches à temps plein (tableau). Connaissant la proportion de salariés à temps partiel dans l'ensemble, il est aisé d'en extraire le nombre (1,2 millions fin 1993). Sachant que la durée moyenne de l'activité à temps partiel est légèrement supérieure à un mi-temps, on convertit ces effectifs en un volume d'emploi équivalent à des temps plein (660 000 fin 1993). L'écart de croissance d'une année sur l'autre entre le nombre de « temps partiel » et le volume de la base « temps plein » reflète l'impact de ce partage du travail. Il serait à l'origine d'un supplément d'emplois de 40 000 en 1994 et de 55 000 en 1995, soit au total près de 100 000 créations supplémentaires sur les deux années.

Mais, s'il est favorable à l'emploi, le partage du travail induit par ces tendances est subi par une partie des salariés. L'examen des nouvelles séries de demandeurs d'emploi consécutives à l'arrêté du Conseil d'Etat du 13 mai 1994 est à cet égard significatif<sup>17</sup>. Le triplement, depuis 1991, du nombre de demandeurs pourvus d'un emploi à temps réduit, mais recherchant une activité à temps plein, fournit une image, certes partielle mais néanmoins illustrative, du degré de contrainte rencontrée par certains salariés sur le marché du travail (graphique 50). Cette évolution est, de fait, allée de pair avec le changement progressif de la nature des emplois diagnostiqués auparavant.

Le chômage, quant à lui, a poursuivi sa progression au premier semestre 1996, à un rythme sensiblement plus soutenu qu'au semestre précédent : respectivement 45 000 et 55 000 inscrits supplémentaires sont venus grossir les rangs des demandeurs d'emploi aux premier et deuxième trimestres, contre 67 000 entre juin et décembre 1995. Les deux derniers mois connus font à nouveau apparaître une hausse, de 35 000 entre la fin juin et la fin août.

L'interruption des créations d'emplois dans les secteurs marchands explique principalement cette remontée. La légère croissance des dispositifs de traitement social — soit 10 000 stages et contrats emploi-solidarité supplémentaires au premier semestre — n'a pu endiguer les flux d'arrivée de population active ; d'autant que les mises en préretraite et les dispenses de recherche (– 18 000 personnes) reculaient encore, à un rythme annuel équivalent à celui de 1995. La formule « préretraite contre embauche<sup>18</sup> » (dispositif ARPE) s'est développée comme prévu,



50. Catégorie 6 des demandeurs d'emploi \*

\* Demandeurs ayant travaillé plus de 78 h. dans le mois.

Source : ministère du Travail.

17. Cette décision a redéfini, à partir du mois de juin 1995, les catégories de demandeurs d'emploi. En particulier, la catégorie 1, celle qui sert de baromètre au chômage, ne prend plus en compte les demandeurs ayant travaillé plus de 78 heures dans le mois. Ces derniers sont comptabilisés dans une nouvelle catégorie (la catégorie 6).

18. Les partenaires sociaux et l'UNEDIC ont signé, en septembre 1995, un accord (Allocation de Remplacement pour l'Emploi) permettant le 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.



avec 26 000 signatures de décembre 1995 à juin 1996, mais il s'est avéré, à l'expérience, que quelques délais séparent les départs et les embauches.

L'évolution du chômage a également pâti de la vive croissance de la population active au premier semestre, 230 000 personnes en rythme annuel, ce qui est étonnamment rapide dans un contexte de raréfaction des créations d'emplois. Mais il est probable, comme nous l'escomptions dans notre précédente chronique, que ces nombreuses arrivées sont venues compenser une croissance de la population active l'année précédente, cette fois étonnement faible dans un contexte de progression de l'emploi. Selon nos estimations, elle ne se serait élevée que de 50 000 personnes, un rythme très inférieur à l'évolution tendancielle évaluée, selon les sources, entre 110 000 et 160 000 arrivées.

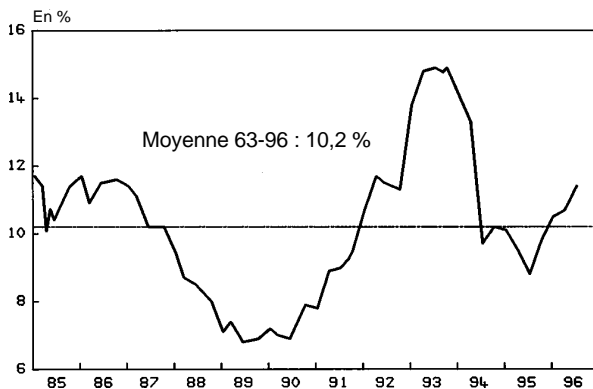
## **Le chômage s'élèvera encore d'ici à la fin 1997**

D'ici à la fin 1996, les effectifs salariés dans les secteurs marchands resteraient quasiment stables avec seulement 26 000 créations, celles du tertiaire venant compenser les pertes dans le secondaire (graphique 47). L'industrie perdrait un peu plus de 30 000 emplois, mais moins qu'au premier semestre. Les plans sociaux annoncés par certaines grandes entreprises laissent en effet augurer de la poursuite du recul. Puis, la production se redresserait consécutivement au ralentissement, et enfin à l'arrêt du déstockage ; dès lors que les sur-effectifs dans l'ensemble de l'industrie sont quasi-inexistants, comme en témoigne le faible écart des marges de capacité de production sans embauche à leur moyenne de longue période (graphique 51), les pertes pourront s'annuler rapidement pour faire place au retour des créations en 1997 à la faveur de la consolidation de l'activité. Près de 40 000 emplois nouveaux verraient ainsi le jour en 1997. Dans le bâtiment, la donne est toute autre. La récession que traverse maintenant le secteur perpétuera les pertes sur l'horizon de la prévision : respectivement 50 000 et 25 000 emplois disparaîtraient en 1996 et 1997.

La préservation de l'emploi dans les secteurs marchands au cours de la seconde moitié de 1996 reposera sur l'apport significatif du secteur tertiaire, comme c'est le cas déjà depuis trois trimestres. Sous l'hypothèse d'un prolongement des tendances passées du temps partiel, à raison d'une hausse de un point par an de la part des salariés à temps partiel dans l'emploi tertiaire, 140 000 et près de 200 000 emplois seraient créés en 1996 et 1997 dans ce secteur.

Les évolutions de l'emploi total, hors contrats emploi-solidarité, seraient gouvernées par celles de l'emploi salarié. En effet, les créations dans le tertiaire non marchand, grâce notamment aux administrations privées, compenseront le déclin tendanciel des non salariés, plus particulièrement celui des agriculteurs.

Le chômage s'élèvera encore sur les deux années malgré des créations d'emplois plus importantes que par le passé (tableau 11). D'ici à la fin



51. Marges de capacité de production sans embauche dans l'industrie \*

\* Accroissement de production (en %) réalisable sans embaucher.

Source : INSEE.

1996, les formules traditionnelles de traitement social, stages et CES, devraient se stabiliser au niveau atteint aujourd'hui. Leur contribution à l'évolution du chômage serait ainsi nulle sur l'ensemble de l'année. En revanche, le dispositif ARPE poursuivra son extension avec 70 000 départs escomptés sur l'année. Mais le recul (- 30 000 personnes) des préretraites traditionnelles et des dispenses de recherche d'emploi limitera la progression du traitement social à 40 000. Enfin, la population active croîtrait vivement. Les créations d'emplois dans le secteur tertiaire, dopées par le temps partiel, suscitent habituellement de nombreuses arrivées ; elles seront cette fois majorées d'un supplément, venant compenser, en 1996 et 1997, la très faible progression de 1995. Ainsi, le nombre des demandeurs d'emploi s'élèverait-il de 160 000 cette année.

En 1997, la reprise des créations d'emplois aurait pu laisser espérer une évolution spontanée du chômage nettement plus favorable qu'en 1996. Ainsi, la hausse aurait pu s'infléchir au premier semestre pour finalement s'interrompre au second. Mais la combinaison de facteurs défavorables vient tempérer ce relatif optimisme.

Tout d'abord, la population active devrait s'élever encore vivement : les opportunités d'embauche favoriseront, comme de coutume, le retour de personnes en marge du marché du travail. Ces flux seront amplifiés par le report du « déficit » de population active observé en 1995.

En outre, l'impact du traitement social sera négatif en 1997. Le recentrage du dispositif d'intervention publique sur le marché du travail au profit du traitement économique se traduira par un recul des stages (100 000 signatures sont prévues en 1997 contre 160 000 cette année) ; les effectifs en CES devraient aussi décliner, du fait de la contribution plus importante des organismes employeurs au financement des embauches et du recul prévu de l'enveloppe des nouvelles signatures. Enfin, l'incertitude demeure sur la reconduction du dispositif ARPE. Selon nos estimations, ce sont 80 000 personnes qui sortiraient des formules de traitement social. Encore qu'en ce domaine, l'histoire récente nous a appris que les intentions en matière de réduction du traitement social du chômage n'ont jamais été suivies d'effets en période d'aggravation du chômage. Au total, avec une hausse de 90 000 l'année prochaine, la barre des 3,5 millions de demandeurs d'emplois serait franchie. Le niveau du chômage, au sens du Bureau international du travail, s'établirait alors à 3,3 millions.

*Achévé de rédiger le 4 octobre 1996*

























