



**INSEE**  
INSTITUT NATIONAL  
DE LA STATISTIQUE  
ET DES ÉTUDES  
ÉCONOMIQUES

S U P P L É M E N T À  
TENDANCES DE LA CONJONCTURE

**NOTE**

DE CONJONCTURE

---

© Insee 1995



- **Directeur de la publication :**  
Paul Champsaur.
- **Rédacteurs en chef :**  
Alain Tranap ;  
Olivier Lecler et Marc-Alain Bahuchet.
- **Contributeurs :**  
Ketty Attal ;  
Michel Billaudel ;  
Daniel Brondel ;  
Stéphane Calviac ;  
Cyril Carémier ;  
Alain Chappert ;  
Yvonne Collet ;  
Georges Consales ;  
Dominique Demailly ;  
Pascale Derouillon-Roisné ;  
Bernard Ernst ;  
Jean-Marie Fournier ;  
Paul Franceschi ;  
Stéphane Grégoir ;  
Jean-Louis Julia ;  
Johara Khelif ;  
Renaud Lacroix ;  
Dominique Ladiray ;  
Nadine Legendre ;  
Fabrice Lenglard ;  
Christian Loisy ;  
Claudie Louvot ;  
Frédéric Nauroy ;  
Xavier Niel ;  
Lucien Pollina ;  
Nicolas Ponty ;  
Philippe Ravalet ;  
Eve Roumiguières ;  
Catherine Stos ;  
Claire Waysand.
- **Secrétariat de rédaction :**  
Eric Vert ;  
Nelly Cousté ; Liliane Delanne ;  
Isabelle Loret.
- **Mise en page :**  
Jean-Paul Mer.
- **Relations avec l'imprimeur :**  
Huguette Heliez.

Rédaction achevée le 30 juin 1995

**AVERTISSEMENT :**

Cette note analyse la situation de l'économie française à la mi-1995 et son évolution probable sur l'ensemble de l'année. Elle comporte un chiffrage prévisionnel des comptes nationaux. Par convention, les taux de change utilisés en prévision sont ceux observés en moyenne au cours des cinq premiers mois de 1995.

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis  
IMPRIMERIE NATIONALE  
5 171 144 P89



## SITUATION ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

### 1995 : ANNÉE DE TRANSITION

- Le ralentissement du premier semestre 1995..... 8
- Les grands traits de la prévision à l'horizon de la fin 1995 .... 10
- Des prévisions aux révisions..... 15

### DOSSIERS

- Ecart d'activité («Output gap») et diagnostic conjoncturel ..... 18
- Le rôle de la composition de la demande dans la reprise des importations. 24
- La prise en compte des effets de calendrier dans l'analyse conjoncturelle.. 29

### FICHES THÉMATIQUES

- Environnement international..... 34
- Pétrole et matières premières ..... 39
- Échanges extérieurs..... 41
- Financement de l'économie ..... 44
- Éléments du compte des administrations publiques..... 46
- Prix de détail ..... 48
- Emploi ..... 51
- Chômage ..... 54
- Salaires ..... 57
- Revenus des ménages..... 59
- Consommation et épargne ..... 62
- Investissement..... 64
- Stocks ..... 66
- Production..... 68
- Résultats des entreprises..... 71

### COMPTE ASSOCIÉ



# 1995 : année de transition

*Le PIB devrait croître de 3,1% en moyenne cette année après 2,8% en 1994. Après avoir connu une très forte accélération au premier semestre de 1994, la reprise industrielle rejoint peu à peu un rythme de progression plus modéré mais plus soutenable à moyen terme.*

*La croissance de l'économie française ralentit au cours de la première moitié de l'année 1995 et se consoliderait au second semestre grâce à la forte poussée de l'investissement des entreprises et au redémarrage progressif de la consommation.*

*Ces enchaînements ne sont pas spécifiques à la France. Suivant de façon amortie un ralentissement américain plus fort que prévu, l'industrie européenne marque une pause en début d'année, en particulier dans les biens intermédiaires, particulièrement sensibles à des mouvements de stocks qui avaient été essentiels dans la première phase de la reprise. Cet infléchissement n'est pas encore compensé par l'accélération progressive des secteurs des biens d'équipement et de consommation. De plus, cette phase de transition de la conjoncture européenne a été et demeure affectée par les turbulences sur les marchés financiers des changes.*

*La vigueur de la reprise de l'investissement et un dynamisme de l'emploi soutenant fortement le revenu des ménages confirment toutefois la robustesse de la reprise. Largement couverts par les possibilités d'autofinancement, les investissements ont commencé à croître dès l'année dernière et devraient continuer à s'affirmer tout au long de l'année.*

*Un développement de l'emploi plus rapide que prévu en 1994 et qui se poursuit en 1995 contribuerait à soutenir le pouvoir d'achat. La baisse du chômage confirmée par les dernières informations disponibles (le taux de chômage est passé de 12,5% à 11,7% entre les premiers trimestres de 1994 et de 1995) favorise à la fois une accélération progressive des salaires et une amélioration du climat de confiance des ménages. Le pouvoir d'achat du revenu disponible progresse à un rythme légèrement inférieur à 3%. Il subira un ralentissement en fin d'année dû à l'effet transitoire de la hausse de TVA.*

*Dans ces conditions, la consommation des ménages qui a été peu dynamique depuis l'automne dernier devrait reprendre au second semestre sans inflexion de l'épargne. Ce rebond faciliterait en fin d'année une nouvelle accélération de l'activité.*

# Le ralentissement du premier semestre 1995

Dans la plupart des pays de l'OCDE, après une année de forte progression, la croissance s'infléchit au premier semestre de 1995. Le ralentissement attendu aux États-Unis a été aggravé par les conséquences de la récession mexicaine sur le volume des exportations. Il a affecté les marchés les plus internationalisés, comme ceux des biens intermédiaires et s'est répercuté sur l'ensemble de l'Europe. La croissance européenne a connu un tassement, alors que l'économie japonaise n'est toujours pas clairement sortie de la récession. Ainsi, le ralentissement observé en France s'inscrit dans un mouvement plus général.

## Ralentissement assez général au premier semestre

Aux États-Unis, la croissance du PIB passe d'un rythme annualisé de plus de 4% en 1994 à un rythme de l'ordre de 2% au premier semestre de 1995, ce qui est sans doute lié au durcissement de la politique monétaire amorcé en 1994 et, plus ponctuellement, à la chute de la demande en provenance du Mexique, conséquence de la crise du peso. La consommation des ménages ralentit fortement au premier trimestre de 1995, alors que leur effort d'investissement en logement se relâche. Le gonflement involontaire des stocks qui en est résulté devrait avoir des conséquences défavorables au deuxième trimestre. Ce ralentissement touche aussi les fournisseurs européens des États-Unis, l'Allemagne plus que la France. S'ajoutent, en Europe, les turbulences monétaires qui ont accru l'incertitude. La demande interindustrielle européenne, qui progressait à des rythmes non soutenables de façon durable, s'en trouve affectée. En revanche, l'investissement productif se révèle toujours dynamique : les perspectives de débouchés restent bonnes et le retard accumulé au cours des années antérieures est important. L'intensification de l'effort d'équipement se retrouve dans la plupart des pays d'Europe, comme en témoigne la dernière enquête de conjoncture européenne. La consommation des ménages, quant à elle, est demeurée encore peu dynamique. Ainsi, en Allemagne, elle a été fortement pénalisée par la taxe de solidarité de 7,5%. Elle a pu aussi être affectée par le manque de confiance des ménages, comme en Italie.

## Brusque remontée des taux de court terme français

La dépréciation du dollar face au yen s'est soudainement accélérée au début du mois de mars,

s'accompagnant d'une demande accrue de deutschemark qui a entraîné une vive appréciation de la monnaie allemande contre la plupart des devises européennes. Ces tensions ont conduit la Banque de France à relever le taux de ses prises en pensions, ramenées à 24 heures. Le cours du franc s'est maintenu dans une position intermédiaire, reculant face à la devise allemande et s'appréciant contre la livre, la lire et la peseta. En conséquence, le taux de change nominal effectif a sensiblement progressé (de +3% sur les quatre premiers mois de l'année). Ces perturbations ont entraîné une remontée des taux de court terme qui, en dépit d'une détente au cours du deuxième trimestre, n'ont pas retrouvé leur niveau du début de l'année. Ainsi, le taux interbancaire à trois mois se situe-t-il environ à 2,5 points au-dessus de son niveau de janvier.

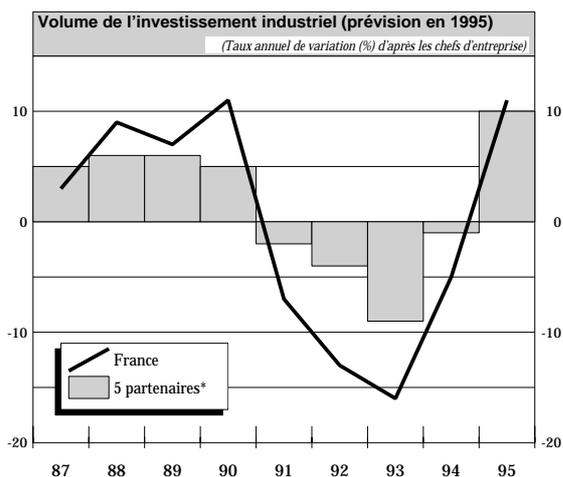
Chez nos principaux voisins, une accélération des prix s'observe dans les pays à monnaie dépréciée (Royaume-Uni, Italie, Espagne). En conséquence, les banques centrales ont commencé à relever leurs taux directeurs. En Allemagne, la vive appréciation du deutschemark a alimenté l'inquiétude des industriels, comme en témoignent les dernières enquêtes disponibles. Elle a, sans doute, contribué à la baisse des taux directeurs, contrairement aux anticipations.

## Inflexion des flux d'échanges au premier semestre en France

La demande mondiale adressée à la France s'infléchit au premier semestre, sous l'effet de l'évolution des conjonctures européennes et américaine. Un tassement des exportations en résulte, sensible dans le secteur automobile (-5,7% au premier trimestre). Les biens intermédiaires sont également affectés par ce mouvement, même si les courants échangés restent importants. La demande étrangère de biens d'équipement professionnel reste dynamique. Le ralentissement des importations traduit la moindre progression de la demande interne en produits manufacturés au premier semestre de 1995. Tous les secteurs sont concernés par ce mouvement, en particulier les biens intermédiaires et l'automobile.

## La consommation des ménages manque de dynamisme

L'évolution des revenus salariaux a permis un gain continu de pouvoir d'achat, compensant ainsi une très faible progression des prestations sociales. En premier



(\*) Allemagne, Belgique, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni.

lieu, l'augmentation des effectifs salariés, qui s'effectue au même rythme qu'en 1994 (soit environ 0,8% par semestre), contribue à soutenir la progression de la masse salariale. En outre, une accélération du taux de salaire horaire se manifeste en début d'année. Enfin, le glissement annuel des prix se maintient à un niveau historiquement faible, 1,6% environ.

Néanmoins, la consommation des ménages ne progresse que de 0,4% au premier trimestre, enregistrant même un recul dans les produits manufacturés, -0,3%. L'arbitrage des ménages s'est donc montré défavorable à la consommation ainsi d'ailleurs qu'aux achats de logement. Ce comportement prudent est à rapprocher de la pause observée dès l'automne dans l'amélioration de leurs anticipations sur l'évolution de leur revenu. Il a été probablement accentué par un phénomène d'attentisme préélectoral. Ainsi, le taux d'épargne est demeuré légèrement au dessous du niveau de 14% atteint en fin de 1994.

### L'investissement productif constitue le principal soutien de la demande

Le seul facteur dynamique de la demande intérieure reste l'investissement productif dont la progression amorcée à la mi-1994 devient plus marquée. Ce mouvement porte particulièrement sur les équipements productifs, qui progressent en glissement annuel de près de 9% à la mi-1995, contre 4,7% fin 1994. Il ne touche pas encore la construction, même si le nombre d'autorisations concernant les bâtiments industriels redémarre. L'investissement apparaît particulièrement soutenu dans l'industrie, en liaison directe avec la forte reprise d'activité qu'elle a connue en 1994. Dans le tertiaire, les dépenses d'équipement accélèrent. Enfin, dans les transports routiers, l'effort d'investissement va au-delà du simple renouvellement du parc comme l'atteste la forte progression des immatriculations de poids lourds, +29% en glissement annuel. Les stocks, qui avaient constitué l'un des moteurs les plus puissants de la reprise en 1994, voient leur contribution à la croissance fortement s'atténuer au premier semestre.

### L'activité industrielle commence à ralentir

Au premier semestre, la production manufacturière ralentit nettement. Son glissement annuel passe de 9% en fin d'année 1994 à un peu plus de 4% en fin de premier semestre. La croissance exceptionnelle qu'avaient connue les biens intermédiaires en 1994, s'est infléchie. Un retour à un rythme inférieur mais toujours soutenu s'effectue au début de l'année, comme l'atteste la moins bonne orientation des perspectives de demande à la mi-1995 dans les enquêtes. En revanche, les biens d'équipement professionnel poursuivent leur progression modérée, tandis que l'évolution dans les biens de consommation reste affectée par l'évolution de la consommation des ménages.

Cette inflexion, survenant après une fin d'année particulièrement dynamique, a été accentuée par les perturbations qui ont affecté l'activité du premier trimestre (mouvements sociaux pour l'automobile et intempéries pour certaines industries telles que le travail des métaux et la fonderie).

Par ailleurs, les services connaissent aussi un ralentissement de l'activité au premier semestre en raison de la faiblesse de la demande de l'industrie comme des ménages. L'infléchissement est marqué pour le secteur du BTP, compte tenu d'un marché du logement affecté par des taux d'intérêt élevés et un vraisemblable attentisme préélectoral. Seul le secteur de l'énergie enregistre un très fort rebond.

### L'évolution des prix de production reste modérée

Plusieurs facteurs devraient contribuer à limiter, au cours du premier semestre, l'augmentation des prix de production amorcée en 1994 et prolongée au début de 1995. Tout d'abord, la faible augmentation des cours mondiaux des matières premières et la dépréciation du dollar entraînent une baisse du prix des matières premières et, plus généralement, du coût des inputs importés par la France. De plus, l'appréciation du franc contraint les entreprises à comprimer leurs marges. Ces facteurs expliquent que les perspectives de prix, générales ou personnelles, exprimées par les chefs d'entreprise du secteur des biens intermédiaires, qui étaient en forte augmentation en début d'année, sont corrigées à la baisse. De même, les chefs d'entreprises des secteurs des biens de consommation et d'équipement professionnel n'envisagent pas d'accroissement sensible de leur prix, compte tenu d'une concurrence étrangère avivée par les effets de l'appréciation du franc. Les prix des services rendus aux entreprises devraient subir, en amont, cette modération des prix, tandis que ceux des services rendus aux ménages, après avoir connu une évolution historiquement faible au printemps (2,2% en glissement annuel), n'accéléraient que progressivement sous l'effet des hausses salariales. ■

# Les grands traits de la prévision à l'horizon de la fin 1995

## Une année de transition de l'activité en Europe

En Europe continentale, après avoir nettement ralenti au premier semestre de 1995, la croissance devrait à présent se stabiliser à un rythme proche de 3%, moins soutenu que celui enregistré en 1994. L'investissement productif en est le principal moteur. Les entreprises européennes interrogées en début d'année prévoient une progression de leurs dépenses d'investissement d'environ 10% en volume en 1995 dans l'industrie manufacturière. L'amélioration continue de la demande et des profits depuis plus d'un an explique cet important effort. Des tensions commencent d'ailleurs à apparaître dans l'utilisation des capacités de production. C'est le cas notamment en Allemagne occidentale, en raison de la vigueur persistante de la demande extérieure : les taux d'utilisation des capacités de production ont progressé de cinq points en un an, atteignant plus de 85% au premier trimestre. Les besoins de renouvellement du capital sont sensibles partout en Europe, après trois années de recul de l'investissement (de 1991 à 1993), et la simple stabilisation enregistrée l'an dernier. Il y a là un retard considérable, qui justifie l'importance de l'effort consenti.

La consommation devrait soutenir modérément la croissance. Après le net ralentissement des réductions d'emplois observé en 1994, les embauches devraient désormais être plus nombreuses (les dernières indications à ce sujet, qui portent sur le début de l'année, incitent cependant à la prudence : si l'amélioration est nette en Espagne, on note de nouvelles suppressions de postes en Allemagne au premier trimestre). Les augmentations salariales devraient également être un peu plus importantes, avec l'amélioration des résultats d'exploitation et le repli du chômage qui s'amorce. Soutenue par des revenus d'activité mieux orientés et l'amélioration des anticipations des ménages, la consommation prend ainsi progressivement de l'ampleur. Mais elle reste encore en retrait dans les économies soumises à d'importants efforts d'ajustement des finances publiques. En Allemagne, la surtaxe de solidarité de 7,5% perçue au premier semestre a, par exemple, pesé sur les achats en début d'année.

L'instabilité des marchés des changes, au printemps dernier, a été une source d'inquiétude. Les exportations des pays dont la monnaie s'est appréciée pourraient souffrir en fin d'année de leurs pertes de compétitivité. C'est le cas en particulier en l'Allemagne, où les perspectives d'exportation exprimées par les chefs d'entreprise dans les enquêtes de conjoncture du mois

de mai se sont fortement dégradées, alors que le deutschemark s'est apprécié de 5,8% par rapport au dollar au premier trimestre de 1995. Néanmoins, la vigueur de l'investissement en Europe devrait continuer à stimuler les ventes allemandes à l'étranger. D'autre part, des tensions inflationnistes commencent à apparaître dans les économies dont la monnaie s'est dépréciée en début d'année. Si la reprise de l'inflation s'y confirmait, le resserrement des politiques monétaires qui s'ensuivrait, pourrait progressivement peser sur l'activité dans ces pays.

Dans les économies anglo-saxonnes, le ralentissement de l'activité se précise. Aux États-Unis, la remontée des taux d'intérêt intervenue depuis 1994 sous l'impulsion de la Réserve fédérale, a fini par peser sur les composantes de la demande qui y sont le plus sensibles (logement, automobile notamment). Néanmoins, le revenu des ménages reste bien orienté, ce qui devrait permettre à la consommation de retrouver plus d'allant au second semestre et l'investissement reste dynamique, compte tenu de perspectives d'activité encore favorables. L'économie américaine pourrait désormais croître à un rythme plus soutenable que l'an passé, d'environ 2,5% en glissement annuel à la fin de 1995. Par ailleurs, la sous-évaluation du dollar face aux grandes monnaies européennes et une activité plus forte en Europe qu'aux États-Unis devraient déséquilibrer les échanges entre les deux rives de l'Atlantique, en amortissant le ralentissement américain. L'activité au Royaume-Uni reste bien orientée, après une année 1994 excellente. Elle tire partie de la croissance européenne, qui soutient des exportations toujours très dynamiques. Ces bonnes perspectives devraient confirmer le déclenchement d'un nouveau courant d'investissement.

Au total, la demande mondiale adressée à la France reste forte en 1995 et progresserait de près de 9% en moyenne annuelle, après 9,5% en 1994. Cependant, ce chiffre élevé ne doit pas cacher le net ralentissement de son rythme de progression intervenu en début d'année.

## La politique économique

La crise de change du mois de mars a incité la Banque de France à relever le taux de ses prises en pension et à les limiter à une durée de 24 heures. Néanmoins, compte tenu d'une certaine accalmie sur les marchés des changes dans les semaines qui ont suivi, les autorités monétaires procèdent de nouveau depuis peu à des prises en pension à 5-10 jours. Dans ce contexte, les

## EQUILIBRE RESSOURCES EMPLOIS EN VOLUME

(Moyennes semestrielles ou annuelles (%))

		1993		1994		1995		1993	1994	1995
		1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.			
<b>PIB</b>	<b>(100%)</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>
Importations	(27 %)	-3,4	0,5	4,6	3,2	2,8	3,6	-3,4	6,6	6,3
(dont marchandises)	(24 %)	-3,5	0,4	4,6	4,2	2,9	4,0	-3,8	7,0	7,1
<hr/>										
Consommation des ménages	(61 %)	-0,4	0,5	0,7	1,1	0,8	1,6	0,2	1,5	2,3
Consommation des APU	(19 %)	1,7	1,2	0,1	0,7	0,9	1,3	3,3	1,0	1,9
FBCF totale	(21 %)	-4,2	-1,7	0,7	3,0	3,0	2,6	-5,8	1,4	6,0
SQS EI	(11 %)	-4,0	-3,5	0,4	2,7	4,8	3,6	-6,2	0,0	8,3
Ménages	(5 %)	-6,5	1,4	-0,4	4,4	-0,1	-0,1	-6,7	2,5	2,0
Autres secteurs	(5 %)	-2,2	-0,6	2,9	2,3	2,1	3,0	-3,5	3,8	4,8
Exportations	(27 %)	-2,5	4,9	1,3	4,0	3,9	1,1	-0,3	5,8	6,5
(dont marchandises)	(22 %)	-2,6	4,5	1,6	5,4	4,5	1,7	-1,0	6,6	8,1
Demande intérieure	(101 %)	-2,2	-1,4	2,9	1,8	1,2	2,3	-3,1	3,1	3,3
<hr/>										
Contributions										
Variations de stocks		-0,9	-1,1	2,0	0,3	-0,2	0,3	-1,8	1,6	0,1
Echanges de biens et services		0,3	1,2	-0,9	0,2	0,3	-0,7	0,8	-0,2	0,0
Demande intérieure hors stocks		-0,8	0,1	0,6	1,5	1,3	1,8	-0,5	1,4	3,0

■ Prévisions

taux du marché interbancaire pourraient baisser en cours d'année, surtout si la normalisation des marchés des changes se confirme.

A l'occasion du Collectif budgétaire pour 1995 a été mis en place le nouveau dispositif du gouvernement en faveur de l'emploi (Contrats d'embauche aidés, allègement des charges sociales sur les bas salaires). S'y ajoutent des actions en faveur du logement (mise à disposition de 20 000 logements d'insertion ou d'extrême urgence, enveloppe de prêts aidés, baisse des droits de mutation, hausse de la déduction sur loyers), de la solidarité et de la lutte contre l'exclusion (revalorisation du minimum vieillesse notamment). Le Collectif budgétaire constate certains dépassements de dépenses par rapport aux prévisions de la Loi de finances initiale et tient compte de la modération des recettes fiscales en début d'année. Les besoins en ressources supplémentaires sont couverts par des annulations de crédits et une augmentation des prélèvements obligatoires. Le taux normal de la TVA est majoré de 2 points, une surtaxe de 10% est appliquée à l'impôt sur les sociétés et à l'impôt de solidarité sur la fortune. Au total, le déficit budgétaire hors recettes de privatisation est inchangé par rapport à la Loi de finances initiale, et s'établit à 322,1 Mds de F. Enfin, le triplement de l'allocation de rentrée scolaire est reconduit.

### La recomposition de la demande étrangère entraîne un ralentissement des exportations de produits manufacturés

Les exportations de produits manufacturés ont été fortement stimulées par la reprise industrielle en Europe continentale en 1994. Le ralentissement au cours du

premier trimestre traduit le changement de rythme à l'oeuvre chez nos principaux partenaires. Les exportations conserveraient néanmoins un rythme soutenu en 1995. Les biens d'équipement professionnel et, dans une moindre mesure, les biens de consommation pourraient bénéficier d'une embellie, comme l'indique déjà l'évolution des carnets de commande étrangers des entrepreneurs dans l'enquête mensuelle de juin. En revanche, les biens intermédiaires poursuivraient leur ralentissement.

L'appréciation assez sensible du franc au printemps pourrait affecter les exportations en fin d'année. Les dernières enquêtes révèlent cependant que les entrepreneurs sont prêts à absorber la majeure partie de la réévaluation du franc par une contraction de leurs marges à l'exportation. Les pertes de compétitivité-prix devraient ainsi rester limitées.

### L'investissement est le soutien le plus dynamique de l'activité industrielle

Les doutes qui entouraient la reprise de l'investissement en 1994 ont à présent disparu. Les enquêtes réalisées auprès des entrepreneurs confirment l'importance des programmes en cours dans l'ensemble des branches. L'enquête d'avril dans l'industrie, effectuée pendant les événements sur les marchés des changes, a confirmé la solidité de ce processus. Au-delà des fluctuations de court terme, les perspectives d'activité devraient demeurer à un bon niveau. Après avoir accru la durée et l'intensité de l'utilisation du capital existant l'an passé, les entreprises recommencent maintenant à investir. Les dépenses d'équipement devraient particulièrement progresser dans les secteurs où le rétablissement de l'activité est le plus avéré : secteurs

des biens intermédiaires et d'équipement. Mais elles seraient aussi importantes dans l'industrie automobile, où les perspectives se sont pourtant détériorées depuis le début de l'année. Il est vrai que le retard accumulé au cours de la récession de 1992-1993 en matière d'équipement constitue, à lui seul, un important déterminant de l'investissement, en raison du vieillissement du stock de capital existant.

Les trésoreries des entreprises resteraient relativement aisées tout au long de l'année, compte tenu de leur effort de désendettement depuis deux ans et des profits réalisés. Cette aisance devrait dispenser les producteurs d'avoir recours au crédit pour réaliser leurs programmes qui seraient encore peu affectés par la montée des taux d'intérêt à court terme au printemps, à la condition que ceux-ci se détendent en cours d'année.

Ce schéma d'ensemble mérite cependant d'être nuancé en fonction de la taille des entreprises. Les enquêtes révèlent qu'au printemps les plus petites d'entre elles ont quelque peu revu à la baisse leur effort d'investissement pour l'année en cours. Ce comportement prudent tient à une plus grande sensibilité des petites unités au resserrement des conditions de financement et à leur plus forte présence dans les secteurs moins dynamiques (biens de consommation notamment).

Néanmoins, l'investissement productif accélérerait significativement en cours d'année, pour atteindre un rythme supérieur à 8% en glissement annuel au second semestre.

### **Les rythmes de croissance des différentes branches d'activité se rapprochent, avec un ralentissement dans l'industrie**

En France comme chez nos partenaires européens, le net ralentissement de la production depuis le début de l'année, notamment dans les biens intermédiaires, traduit le passage à un rythme de croissance plus soutenable à moyen terme. Il a sans doute été accentué par la faiblesse de la consommation des ménages en produits manufacturés, mais aussi par la vigueur particulière du cycle des stocks en France, comme l'indiquent les enquêtes de conjoncture européennes. Désormais, l'activité industrielle devrait se développer sous l'impulsion de l'effort d'investissement puis de la consommation, à un rythme cependant plus modéré que l'an passé.

Le bâtiment a également connu une forte accélération de son activité dès le milieu de 1993, avec une reprise très nette des achats de logements. Ce mouvement s'est nettement ralenti en début d'année, notamment en raison de l'attentisme des ménages. Le second semestre devrait être un peu meilleur. De nouvelles mesures en faveur du logement sont prévues à l'occasion du Collectif budgétaire, les taux d'intérêt à long terme commencent à se détendre et le revenu des ménages est bien orienté. Les achats de logements seraient donc plus

nombreux, ce qui favoriserait un dégonflement des stocks d'inventures et un rebond de la production en fin d'année.

L'activité dans les services marchands devrait profiter tout au long de l'année de l'accélération de la consommation des ménages et de la bonne tenue de l'industrie. De même, la branche commerce serait bien orientée, notamment le commerce de gros. L'importance des créations d'entreprises dans ces secteurs en est la preuve. L'accélération de l'activité dans les services et le commerce compenserait ainsi en partie le changement de rythme de l'industrie manufacturière.

Au total, 1995 apparaît comme une année de transition de l'activité. Après avoir atteint environ 4% en glissement annuel en début d'année, le rythme de la croissance ralentirait, en raison du tassement dans l'industrie, pour s'établir à un niveau voisin de 3%.

### **Les créations d'emploi restent soutenues malgré le ralentissement de la croissance, et le chômage recule de nouveau**

L'emploi dans les secteurs marchands non agricoles croîtrait à un rythme légèrement supérieur à 1,5% par an jusqu'à la fin de 1995. Le tassement de l'activité au premier semestre devrait peser sur les créations de postes en fin d'année, compte tenu d'un délai d'ajustement à la croissance. Mais la mise en place des dispositifs annoncés par le gouvernement (allègement des charges sociales, mesures en faveur des jeunes et des chômeurs de longue durée), tirerait au contraire les effectifs vers le haut. Certaines de ces mesures se substitueraient cependant en partie aux anciens Contrats de retour à l'emploi. Leur effet net sur l'emploi serait donc limité en 1995, d'autant que la montée en régime ne pourra être que progressive.

Les créations les plus nombreuses s'observeraient dans les services, à un rythme cependant un peu plus faible qu'en 1994 : l'emploi intérimaire, destiné majoritairement à l'industrie, a particulièrement accéléré l'année dernière. En 1995, on assisterait à une consolidation de l'emploi dans les branches industrielles, des créations nettes se substituant désormais à un rythme assez vif au recours à l'intérim. Conjugué au tassement de l'activité dans ce secteur, ce phénomène entraînerait un sensible ralentissement des gains de productivité dans l'industrie manufacturière, qui passeraient d'un peu plus de 10% en glissement annuel à la fin de 1994, à un rythme proche de leur tendance de long terme (2,6% par an).

Les résultats de l'enquête emploi réalisée en mars 1995 ont conduit à réviser l'évolution du taux de chômage à la baisse. Après avoir atteint un maximum au premier trimestre de 1994 (soit 12,5% de la population active), il a ensuite régressé tout au long de l'année. En 1995, le chômage poursuivrait son repli à un rythme proche de celui de l'an passé, et s'établirait à environ 11,3% en fin d'année, soit une nouvelle baisse de 0,7 point en un an.

## **Le revenu réel des ménages progresse à un rythme légèrement inférieur à 3% par an**

La progression de l'emploi continue de tirer la masse salariale. Depuis le début de l'année, les augmentations de salaires sont également plus substantielles, comme le relèvent les enquêtes mensuelles du ministère du Travail auprès des entreprises. L'amélioration des résultats d'exploitation et la réduction du chômage favorisent cette légère accélération du taux de salaire, qui devrait se poursuivre tout au long de 1995. Par ailleurs, la revalorisation de 4% du SMIC horaire à compter du 1er juillet va mécaniquement accentuer cette hausse. Au total, le taux de salaire horaire des ouvriers accélérerait modérément en 1995, passant de 2,2% à 3,4% en glissement annuel. Une utilisation plus intense du facteur travail devrait de plus accroître les compléments de salaire (primes, heures supplémentaires) et limiter le recours au travail à temps partiel et au chômage partiel. Le salaire par tête, qui tient compte de l'ensemble de ces facteurs, serait ainsi en accélération un peu plus sensible que le TSH, entraînant la masse salariale. L'excédent d'exploitation des entreprises individuelles profiterait, lui aussi, de l'amélioration conjoncturelle. Enfin, les revenus d'intérêt et les dividendes perçus retrouveraient une meilleure orientation que l'an passé.

Malgré l'accélération régulière des revenus d'activité, la progression du revenu réel des ménages devrait se stabiliser en dessous de 3% en glissement annuel. Il subira un ralentissement en fin d'année dû à l'effet transitoire de la majoration du taux normal de la TVA de 18,6% à 20,6% à partir de l'été. Par ailleurs, les prestations sociales resteraient une composante peu dynamique du revenu, avec la confirmation du ralentissement imprimé par le plan d'économie des dépenses de santé institué en 1993 et le repli des prestations d'assurance chômage. Cependant, la reconduction du triplement de l'allocation de rentrée scolaire soutiendra le revenu à l'automne.

## **La consommation serait plus soutenue au second semestre**

La consommation des ménages a été peu dynamique entre l'automne dernier et le printemps. Le taux d'épargne est ainsi remonté au voisinage de 14% au premier semestre, soit un niveau proche de celui qu'il avait atteint au cours de la dernière récession. Ce comportement attentiste devrait être moins marqué en seconde partie d'année, comme semble l'indiquer la dernière enquête réalisée auprès des ménages qui fait état d'une amélioration de leurs anticipations sur leur niveau de vie futur. La poursuite du repli du chômage pourrait également inciter les agents à plus d'optimisme. Enfin, les pertes patrimoniales liées à la baisse des marchés d'actions et d'obligations en 1994, qui ont pu tirer l'épargne vers le haut, ne se sont pas reproduites au premier semestre. Dans ces conditions, la consommation accélérerait en cours d'année, pour rejoindre un rythme de croissance proche de celui du pouvoir

d'achat du revenu. Le taux d'épargne s'établirait au second semestre à un niveau un peu plus bas qu'en début d'année.

Les achats de produits manufacturés pourraient souffrir de la disparition de la prime à la casse en juin, qui pèserait sur la branche automobile. Les dépenses de services et d'énergie seraient mieux orientées. Néanmoins, en raison de la faiblesse des dépenses en début d'année, la progression de la consommation resterait faible en moyenne annuelle.

## **Malgré une faible inflation sous-jacente<sup>(1)</sup>, les prix à la consommation accélèrent sous l'effet de la hausse du taux normal de TVA**

Les coûts salariaux unitaires recommencent à progresser depuis le début de 1995, sous l'effet de salaires un peu plus dynamiques que l'an passé et de l'atténuation rapide des gains de productivité, notamment dans l'industrie manufacturière. En revanche, le coût des consommations intermédiaires n'accélère plus. Les prix des biens intermédiaires ralentiraient désormais après la période d'intense activité de la fin de 1994 en raison des baisses de prix des matières premières. La réévaluation du franc par rapport au dollar en début d'année va de plus modérer les prix des approvisionnements importés. Au total, les coûts de production unitaires accéléreraient modérément cette année.

Cependant, les entreprises ne pourraient pas répercuter cette légère accélération dans leurs prix de production. Elles sont en effet à présent concurrencées sur les marchés internes et externes par les économies à monnaie dépréciée. Soucieuses de limiter les pertes de parts de marché, elles sont amenées à accentuer leurs efforts de prix. Le tassement de la demande industrielle ne devrait pas non plus favoriser une forte accélération des prix de production. Les taux d'utilisation des capacités de production, après une forte remontée l'an passé à partir de très bas niveaux, devraient se stabiliser ou progresser plus modérément, traduisant l'absence de tension forte sur l'appareil de production.

Les prix de détail, hors effet TVA, resteraient également peu dynamiques à l'horizon de la fin de l'année. Les prix des biens de consommation importés profitent de la réévaluation du franc en début d'année. D'autre part, la concurrence reste forte dans la distribution, compte tenu d'une consommation encore modérée. Ainsi, en raison notamment d'efforts de marges accrus, l'inflation sous-jacente resterait stable au second semestre de 1995, son glissement annuel s'établissant aux environs de 1,5%.

(1) Hors alimentation, énergie, tabac et mesures fiscales.

En revanche, l'indice total des prix de détail accélérerait sensiblement, enregistrant l'effet de la hausse du taux normal de la TVA à partir du mois d'août. Le glissement annuel de l'indice total s'établirait ainsi à 2,5% en fin d'année, 0,9 point résultant mécaniquement de la TVA.

### **Le solde commercial se contracte en cours d'année**

Avec le ralentissement de l'industrie manufacturière, les importations ont marqué le pas en début d'année. Le tassement est d'autant plus accentué que la phase initiale de la reprise a conduit à une forte accélération des échanges internationaux, soutenue par le cycle des stocks. Les importations de biens d'équipement reste-

raient importantes tout au long de l'année en raison de la vigueur de l'investissement productif (voir dossier). Au total, le glissement annuel des importations manufacturières serait néanmoins divisé par deux entre décembre 1994 et décembre 1995, passant de 13% à environ 7%.

Compte tenu de l'amélioration enregistrée en début d'année, l'excédent commercial fab-fab devrait encore progresser, s'établissant à environ 92 Mds de F après 74 Mds en 1994. Ce résultat s'accompagne cependant d'une nette contraction du solde en cours d'année, avec un ralentissement conjoint des exportations et des importations. Le décalage conjoncturel entre la France et ses principaux partenaires restera faible, et l'appréciation du franc en début d'année limitera le repli du solde en valeur.■

## **Les aléas de la prévision**

Les aléas affectant cette prévision sont plutôt orientés à la baisse. Le premier d'entre eux concerne l'environnement international. Le scénario d'un ralentissement modéré de l'activité aux États-Unis pourrait être remis en question, si l'impact des resserrements passés de la politique monétaire s'avérait plus sensible en cours d'année. Les difficultés que traversent actuellement les deux partenaires majeurs des États-Unis que sont le Canada et le Mexique pourraient également peser plus fortement sur les exportations et la croissance américaines.

Les sensibles révisions de taux de change au printemps dernier auront un impact important sur les échanges internationaux en cours d'année. Si l'instabilité perdurait sur les marchés de change, les anticipations des

agents en Europe pourraient s'en trouver durablement affectées. Elle pourrait entraîner une révision à la baisse des projets d'investissement. Le risque serait accru, si la détente des taux d'intérêt envisagée dans cette Note n'intervenait pas.

Le principal aléa à la hausse concerne la consommation. Compte tenu du rythme de progression tendancielle du revenu réel des ménages (un peu inférieure à 3% en glissement), les dépenses pourraient être plus soutenues que ce que prévoit la Note. Le taux d'épargne pourrait en effet se replier au second semestre au lieu de se stabiliser au niveau actuel, à la faveur d'une amélioration plus rapide des anticipations des ménages en matière d'emploi et de revenus.

## DES PRÉVISIONS DE DÉCEMBRE 1994... AUX RÉVISIONS DE JUILLET 1995

	<i>Evolution en % ou unités indiquées</i>			
	Second semestre 1994		Premier semestre 1995	
	décembre 1994	juillet 1995	décembre 1994	juillet 1995
Dollar : cours en francs	5,3	5,3	5,3	5,1
Pétrole : prix du baril importé en dollars	16,8	16,8	17,2	18,0
Biens et services marchands				
PIB	1,6	2,0	1,7	1,4
Importations	3,1	3,2	3,1	2,8
Consommation des ménages	1,5	1,1	1,5	0,9
FBCF totale	1,9	3,0	3,0	3,0
dont : SQS-EI	1,3	2,7	3,7	4,8
Exportations	2,3	4,0	3,1	3,9
Variations de stocks (Mds de francs 1980)	6,9	2,1	7,7	-1,1
Demande intérieure totale	1,9	1,8	1,8	1,2
Produits manufacturés				
Production	2,5	3,4	2,7	2,5
Importations	6,0	6,4	3,5	4,3
Consommation	1,7	1,4	1,6	0,3
FBCF	1,8	3,1	4,1	7,0
Exportations	4,8	6,9	3,7	4,6
Variations de stocks (Mds de francs 1980)	4,4	0,2	6,5	2,0
Demande intérieure totale	2,5	3,1	4,3	2,2
Coûts d'exploitation unitaires (produits manufacturés)	0,0	0,1	0,6	0,9
Prix de production (produits manufacturés)	0,7	0,9	1,2	1,8
Prix de détail produits manufacturés du secteur privé *	0,1	0,1	0,5	0,4
Prix de détail *	0,7	0,5	1,2	1,2
Prix de détail hors énergie *	0,8	0,5	1,0	1,0
Taux de salaire horaire ouvrier *	1,1	0,9	1,4	1,9
Emplois salariés des secteurs marchands non agricoles *	0,7	0,7	1,0	0,8
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	1,4	1,6	1,5	1,0
Taux d'épargne	12,9	13,6	13,0	13,8
Soldes (milliards de francs)				
Agro-alimentaire caf-fab	25	22,8	25	25,9
Energie caf-fab	-34	-32,5	-35	-31,1
Manufacturés caf-fab	26	29,4	25	33,0
Ensemble fab-fab	46	41,4	45	50,5

■ Prévisions actuelles

(\*) Evolutions en glissements semestriels (moyennes semestrielles sinon).

### Second semestre de 1994

Les croissances du PIB et de la production manufacturière ont été revues à la hausse, respectivement de 0,4 et 0,9 point. La progression du volume des exportations de produits manufacturés a été relevée de plus de deux points. Ceci conduit à une contribution à la croissance du PIB du commerce extérieur de 0,2% au lieu de -0,2% initialement, expliquant l'essentiel de l'erreur de prévision sur le PIB. La demande intérieure totale a évolué conformément aux prévisions, mais pas ses composantes. La consommation des ménages a progressé de 1,1% au lieu de 1,5% initialement annoncé, alors même que le pouvoir d'achat du revenu disponible brut a augmenté de 1,6% au lieu de 1,4%. De ce fait, le taux d'épargne s'est établi à 13,6%, soit 0,7 point au-dessus de la prévision. La F.B.C.F. des SQS-EI a été nettement plus soutenue qu'attendu.

### Premier semestre de 1995

La croissance est revue légèrement en baisse (-0,3 point). La demande intérieure totale progresse de 1,2 %, soit 0,6 point de moins que ce qui figurait dans la note de décembre. Cette révision résulte principalement d'une moindre consommation des ménages. Ainsi, elle augmente de 0,9%, soit 0,6 point de moins que ce qui était attendu. Parallèlement la progression du pouvoir d'achat du revenu disponible a été révisée (+1% au lieu de +1,5% prévu) du fait d'une évolution moins favorable que prévu de l'excédent brut d'exploitation des ménages (y compris entrepreneurs individuels). En conséquence, le taux d'épargne s'établit à un haut niveau. En ce qui concerne les évolutions nominales, le « coup de pouce » sur le SMIC se répercute sur le taux de salaire horaire des ouvriers qui progresse de 1,9% au lieu de 1,4% initialement prévu. Enfin, les prix à la production dans les industries manufacturières augmentent plus que prévu (1,8% au lieu de 1,2).