



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

NOTE

DE CONJONCTURE

© Insee 1994

Prochaines parutions :

- N° 54 du cahier 1 de "Tendances" (bleu) : janvier 1995
- N° 51 du cahier 2 de "Tendances" (vert) : février 1995

■ **Directeur de la publication :**
Paul Champsaur.

■ **Rédacteurs en chef :**
Eric Chaney ;
Olivier Lecler et Nicolas Ponty.

■ **Contributeurs :**
Ketty Attal ;
Marc-Alain Bahuchet ;
Stéphane Calviac ;
Cyril Carémier ;
Alain Chappert ;
Yvonne Collet ;
Georges Consales ;
Dominique Demaily ;
Pascale Derouillon-Roisné ;
Bernard Ernst ;
Hélène Eyssartier ;
Jean-Marie Fournier ;
Paul Franceschi ;
Stéphane Grégoir ;
Jean-Louis Julia ;
Johara Khelif ;
Renaud Lacroix ;
Dominique Ladiray ;
Nadine Legendre ;
Fabrice Lenglart ;
Christian Loisy ;
Claudie Louvot ;
Frédéric Nauroy ;
Philippe Ravalet ;
Eve Roumiguières ;
Catherine Stos.

■ **Secrétariat de rédaction :**
Eric Vert ;
Liliane Delanne ; Isabelle Loret.

■ **Mise en page :**
Jean-Paul Mer ; Philippe Mission.

■ **Relations avec l'imprimeur :**
Huguette Heliez.

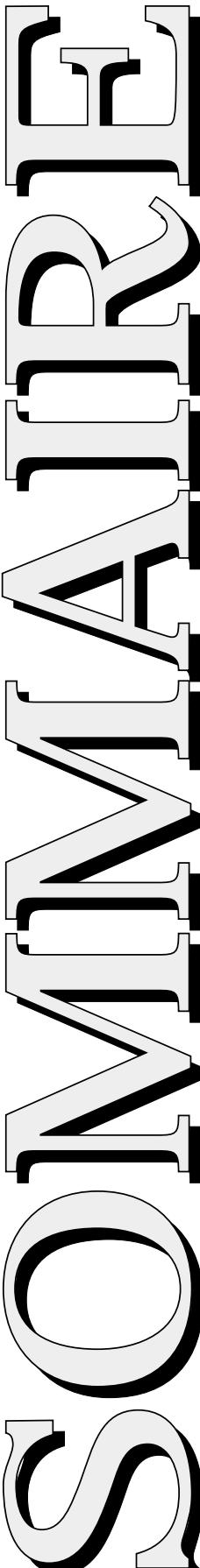
Rédaction achevée le 8 décembre 1994

AVERTISSEMENT :

Cette note analyse la situation de l'économie française à la fin de 1994 et son évolution probable au premier semestre de 1995. Elle comporte un chiffrage prévisionnel des comptes nationaux trimestriels pour le dernier trimestre de 1994 et les deux premiers de 1995. Par convention, les taux de change utilisés en prévision sont ceux observés en moyenne aux mois d'octobre et novembre 1994.

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
IMPRIMERIE NATIONALE
4 171 148 P 19



SITUATION ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

DE 1994 A 1995 : LA REPRISE SE CONSOLIDE

- La conjoncture à la fin de 1994 6
- Les grands traits de la prévision 8

DOSSIERS

- Le lien entre la croissance et l'emploi au cours du cycle actuel 16
- L'investissement logement des ménages dans le modèle AMADEUS 22
- La contribution des stocks à la croissance : évolutions récentes..... 26

FICHES THÉMATIQUES

- Environnement international 30
- Pétrole et matières premières 34
- Échanges extérieurs 36
- Prix de détail 40
- Financement de l'économie..... 43
- Compte des administrations publiques..... 46
- Emploi 48
- Chômage 50
- Transferts sociaux 52
- Salaires et revenus des ménages 54
- Consommation et épargne 58
- Stocks 61
- Investissement..... 62
- Production..... 64
- Résultats des entreprises 66
- Des prévisions aux réalisations 68

COMPTE ASSOCIÉ

De 1994 à 1995 : la reprise se consolide

Dès la fin de cette année, la croissance du PIB aura dépassé 3 %, en glissement annuel. Au premier semestre de 1995, ce rythme devrait être maintenu.

La vive accélération de la demande extérieure au début de 1994 a induit un arrêt du déstockage. La base de la reprise s'est ensuite élargie, qu'il s'agisse des composantes de la demande ou des secteurs concernés. La consommation, d'abord stabilisée par la réduction de l'effort d'épargne des ménages, a ensuite été stimulée par l'accélération de leur revenu réel. Tout en reconstituant leurs stocks, les entreprises ont commencé à investir en cours d'année.

Trois facteurs principaux font penser que la reprise est engagée sur des bases solides.

Tout d'abord les zones de croissance dans le monde sont devenues largement majoritaires. L'Europe, sortie d'une grave récession, renoue avec l'expansion, grâce à un environnement international porteur, et à la résorption partielle des déséquilibres apparus au cours du cycle précédent. Avec un taux de marge et une compétitivité coûts que la récession de 1993 a peu entamés, les entreprises françaises continueront à bénéficier de la croissance internationale en 1995.

En second lieu, l'économie française a recréé des emplois dès le début de la reprise. Un cercle vertueux paraît se mettre en place : les créations d'emploi accroissent le revenu des ménages et réduisent en même temps l'incertitude que le risque de chômage fait peser sur les revenus futurs. Accélération du revenu et stabilisation de l'effort d'épargne favorisent la consommation, ce qui alimente

à son tour la croissance. Au premier semestre de 1995, environ 140 000 emplois seraient créés, après 230 000 en 1994. Le dynamisme de l'emploi, plus que celui des salaires, permettrait à la consommation de croître au même rythme que le revenu réel, soit environ 3 % en glissement annuel au premier semestre de 1995.

Enfin, la forte réduction des frais financiers et le redressement des comptes d'exploitation ont permis aux entreprises d'assainir leurs bilans. Elles sont aujourd'hui en position d'investir tout en continuant à se désendetter. Or les principaux facteurs propices à l'investissement sont réunis : bonne orientation de la demande globale et de la profitabilité. La croissance de l'investissement devrait donc être forte dès le premier semestre de 1995.

La consolidation de la reprise n'entraînera pas de tensions. La remontée progressive des prix de production est normale à cette phase du cycle. Elle aura peu d'effet à court terme sur les prix de détail, la main-d'œuvre et les équipements étant encore largement sous-utilisés. De même, l'éventualité d'un décalage conjoncturel suscité par le caractère plus vigoureux de la demande intérieure en France que chez ses proches partenaires est peu probable, au vu de la croissance de la demande mondiale. L'excédent commercial resterait stable.

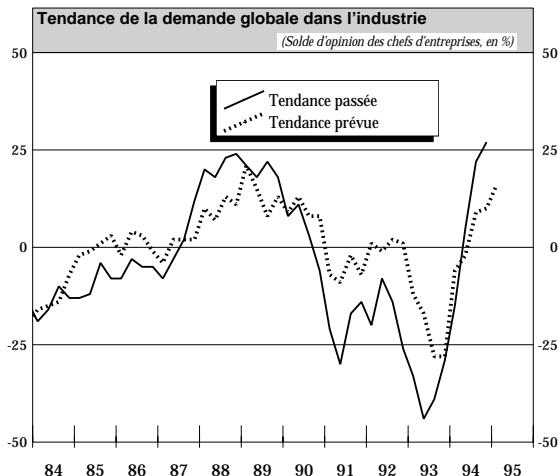
La poursuite de la reprise de l'emploi devrait entraîner un début de reflux du chômage, malgré une croissance toujours forte de la population active. Le taux de chômage au sens du BIT devrait être proche de 12 % à la mi-1995.

La conjoncture à la fin de 1994

Le rythme de reprise de l'économie française s'est assagi au second semestre, après un premier semestre d'une vigueur exceptionnelle dans l'industrie manufacturière. Le ralentissement, qui touche l'industrie plutôt que les services, tient davantage à des facteurs techniques qu'à un tassement de la demande. Selon les enquêtes de conjoncture dans l'industrie, la tendance de la demande globale est toujours à la hausse. La reprise continue en effet à se développer chez nos partenaires du continent européen tandis que la croissance ne donne pas de signe d'essoufflement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Sur le marché intérieur, les évolutions encore un peu erratiques de certains postes de la consommation ne doivent pas cacher la tendance : le revenu réel des ménages est désormais soutenu par les créations d'emplois et une évolution toujours très modérée des prix. Après s'être stabilisé au premier semestre, l'investissement des entreprises donne quelques signes, encore ténus et parfois contradictoires, de redressement.

Les facteurs du ralentissement dans l'industrie sont transitoires

Pour satisfaire une demande dont ils avaient correctement anticipé l'orientation dès la fin de 1993, mais sous-estimé la vigueur (voir graphique), les industriels ont dû commencer à reconstituer leurs stocks, en amont du processus de production, ce qui a vivement stimulé les importations au printemps et à l'été. Le partage du marché intérieur s'est donc déformé en faveur des producteurs étrangers. De plus, les gains de part de marché intérieur des constructeurs automobiles français au premier semestre ont commencé à être compensés au second. De ce fait, la contribution des échanges extérieurs à la production manufacturière est devenue négative à l'été. Enfin, un facteur strictement technique (plus petit nombre de jours ouvrables) contribue à expliquer la stabilisation de la production manufacturière au cours des mois d'été. Ces divers éléments ne joueront plus avec la même intensité, et la production manufacturière devrait croître à nouveau en fin d'année. Sa hausse, en glissement annuel, culminerait alors à environ 8 %, effaçant ainsi la récession industrielle de 1992-1993 après seulement quatre trimestres de reprise.



Anticipations et réalisations

L'enquête trimestrielle dans l'industrie montre un décalage entre l'opinion des chefs d'entreprise sur la demande prévue, et la demande constatée le trimestre suivant. Alors que la chute de la demande était sous-estimée jusqu'à la mi-1993, l'inverse se produit depuis le printemps 1994 : les industriels constatent une amélioration de la demande, supérieure à ce qu'ils anticipaient. La même inversion s'est produite en 1988.

Un redémarrage aussi rapide n'a été observé qu'en 1976, dans des circonstances macro-économiques fort différentes. L'inflation importée lors du premier choc pétrolier s'était en effet maintenue, sous l'effet des mécanismes d'indexation des salaires sur les prix à la consommation, et la reprise n'avait alors pas permis de redresser le taux de marge des SQS à son niveau précédent la récession de 1975. A l'opposé, la récession de 1993 a relativement peu affecté le taux de marge, et la reprise de 1994 aura même permis un début de redressement. De ce point de vue, les conditions d'une poursuite de la reprise de la production paraissent préservées.

Le revenu réel des ménages accélère

La reprise des créations d'emplois dans les secteurs marchands non agricoles, qui devrait atteindre 1,5 % sur l'ensemble de l'année, a entraîné une accélération de la masse salariale, plus sensible au second semestre qu'au premier. L'évolution des salaires nominaux n'a pas contribué à cette amélioration. L'inflation étant restée stable, le revenu disponible réel a ainsi accéléré, passant de -0,5 % en glissement annuel à la mi 1994 à environ 2 % à la fin de cette année, une partie de l'accélération provenant des allégements d'impôts sur le revenu. L'opinion des ménages sur leur niveau de vie, et leurs anticipations, ont réagi favorablement à ce redressement. L'amélioration de l'emploi, le ralentissement du chômage, puis sa stabilisation depuis le début de l'été paraissent donc avoir joué un rôle majeur dans l'amélioration du climat de confiance.

La demande intérieure finale vient progressivement consolider la reprise

Tirée dans un premier temps par la demande extérieure et ses effets accélérateurs sur les stocks, puis par l'impact des mesures de soutien au marché automobile, la reprise est depuis le printemps soutenue par une meilleure orientation de la demande intérieure finale.

La consommation des ménages hors automobile s'est ressaisie, avant de se replier en octobre. La dernière enquête mensuelle dans l'industrie conduit à relativiser ce repli, dont les chiffres du quatrième trimestre porteront néanmoins la marque. Les industriels des secteurs de biens de consommation constatent en effet une amélioration continue de la demande globale en dépit d'un ralentissement de la demande extérieure. Par ailleurs, le jugement des commerçants de détail sur le volume de leurs ventes ne montre pas d'infexion à la baisse. Le repli de la consommation en octobre paraît donc plutôt relever de l'aléa : avancement de certains achats lorsque fut versée l'allocation de rentrée scolaire, maintenue à son niveau de 1993, et report plus marqué que dans le passé d'autres dépenses vers la fin de l'année.

L'investissement des entreprises, contrairement à ce qui avait été prévu dans les précédentes Notes de conjoncture, s'est seulement stabilisé en 1994 selon l'enquête dans l'industrie concurrentielle d'octobre dernier. D'un autre côté, la formation de stocks, dont la dynamique de court terme s'apparente à celle de l'investissement *stricto sensu*, a été plus forte que

prévu. Certains indicateurs suggèrent que le redressement attendu a pu s'amorcer en cours d'année. Les importations de biens d'équipement (hors aéronautique) ont vivement accéléré au printemps, progressant d'environ 15 % sur un an selon les dernières statistiques du commerce extérieur. L'opinion des commerçants de gros sur la demande de biens d'équipement s'est fortement redressée depuis le printemps, et a continué à le faire cet automne. A l'inverse, les perspectives de production dans les industries de biens d'équipement ont significativement fléchi, après l'été. Bien que les déterminants de l'investissement soient favorablement orientés, le diagnostic conjoncturel à ce sujet se doit d'être prudent. La sous-estimation par les industriels de la vigueur de la demande a pu en effet retarder certaines décisions d'investissement productif, que la vive croissance de la production justifierait *ex post*. On peut d'ailleurs noter que l'erreur de prévision, aussi bien pour l'investissement que pour les stocks, est concentrée dans les industries de biens intermédiaires, où l'accélération de la demande a été la plus vive, le cas de l'automobile étant mis à part.

La montée des taux d'intérêt à long terme tout au long de l'année 1994 a pu également jouer négativement sur certaines décisions d'investissement. Ce facteur paraît cependant secondaire, dans la mesure où les entreprises dégagent une capacité de financement à un niveau agrégé, et n'auront à faire significativement appel au crédit qu'ultérieurement. En revanche, la hausse des taux longs a pu ralentir la demande de logements, comme le montre l'enquête auprès des promoteurs.

L'inflation est stabilisée

L'inflation sous jacente⁽¹⁾ a décru continûment jusqu'à l'été, pour se stabiliser depuis à 1,5 %. Les prix des produits manufacturés sont quasi stables depuis le début de l'année, les promotions pour les automobiles qui accompagnent l'incitation gouvernementale compensant quelques rares augmentations sur d'autres postes. L'augmentation des prix des services, à 2,5 %, est proche de celle de leur principal déterminant, le taux de salaire nominal. L'inflation sous jacente paraît ainsi avoir atteint son plancher. En revanche, les prix des produits alimentaires accélèrent sensiblement, sous l'effet de l'envolée de certains cours mondiaux (café) et du redressement des prix intérieurs.■

(1) Hors alimentation, énergie, tabac et fiscalité exceptionnelle.

Les grands traits de la prévision pour le premier semestre de 1995

L'environnement international, très stimulant en 1994, restera bien orienté en 1995

En Europe continentale, la reprise a été nourrie en 1994 par l'expansion rapide de la demande mondiale et l'arrêt progressif du déstockage qui avait accompagné la récession de 1993. La demande intérieure devrait désormais jouer un rôle accru, élargissant la base de la croissance, selon un mécanisme de type accélérateur-multiplicateur. Les cycles d'investissement s'enclenchent peu à peu, et la consommation des ménages devrait bénéficier de l'amélioration de l'emploi. En Allemagne, cependant, l'effort de rééquilibrage des finances publiques s'est traduit par une progression sensible des prélèvements obligatoires, qui a pesé sur la consommation. La poursuite de l'ajustement (surtaxe de solidarité de 7,5 % au début de 1995) laisse penser que seul l'investissement tirera significativement la demande intérieure en 1995.

Les pays sortis de récession dès 1991 ou 1992 (Etats-Unis et Royaume-Uni notamment) ont connu une année 1994 très favorable, où toutes les composantes de la demande se sont révélées dynamiques. La croissance devrait à présent s'infléchir pour retrouver un rythme plus soutenable, sous l'effet de politiques monétaires et budgétaires plus restrictives. Aux Etats-Unis, bien que les signes de résurgence de l'inflation soient encore difficilement perceptibles, les taux d'intérêt de court terme ont été relevés dès la fin de l'année 1993. De 3 % en janvier, le taux des fonds fédéraux est passé à 5,5 % le 16 novembre, date du dernier relèvement des taux directeurs de la Réserve fédérale. La politique budgétaire maintient une orientation restrictive, en poursuivant la réduction des dépenses de défense. L'investissement et la consommation des ménages devraient en conséquence s'infléchir en 1995, ce qui favoriserait le

redressement nécessaire du taux d'épargne, dont le bas niveau entretient le déficit extérieur. Au Royaume-Uni, où les taux directeurs de la Banque d'Angleterre ont été relevés, le souci de maîtrise des déficits publics a conduit à l'adoption de mesures fiscales sévères, qui pèsent sur le revenu réel des ménages. Les besoins en investissement devraient toutefois soutenir la demande intérieure.

Le Japon est resté à la traîne du mouvement général de reprise de l'activité. Handicapé par l'appréciation rapide du yen et les séquelles de la bulle spéculative de la fin des années quatre-vingt, il a enregistré une croissance plus faible, malgré une consommation dopée par une politique budgétaire très expansionniste. Les signes de reprise s'accumulent, et la demande intérieure devrait être dynamique en 1995.

Les tensions inflationnistes sont restées jusqu'à présent limitées. Même dans les économies qui ont enregistré une baisse significative du chômage, les salaires n'ont pas connu d'accélération sensible, contribuant ainsi à la modération des coûts unitaires. La hausse significative du prix des matières premières tout au long de l'année a eu un impact assez faible sur les évolutions nominales. Enfin, la croissance très modérée de la consommation en Europe continentale maintient la pression sur les marges commerciales et a jusqu'ici limité la progression des prix de détail, même dans les pays dont les monnaies ont été dévaluées. Dans ce contexte d'inflation historiquement faible dans les grands pays industrialisés, la maîtrise de l'endettement des administrations publiques est devenue une priorité générale. Aussi, pour un grand nombre de pays, la principale interrogation porte aujourd'hui sur le calendrier des ajustements budgétaires à venir et sur leur impact sur le revenu et la consommation des ménages.

PRINCIPALES HYPOTHÈSES DE CADRAGE POUR 1994 / 1995

(moyennes semestrielles ou annuelles)	1993		1994		1995	1993	1994
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.		
Demande mondiale (produits manufacturés) (en %)	-3,0	2,0	4,1	3,6	3,3	-2,0	7,1
Taux de change du dollar *	5,50	5,84	5,78	5,31	5,30	5,66	5,54
Prix du pétrole importé par la France, (\$,CAF)	17,3	15,2	14,7	16,8	17,2	16,2	15,7

* Hypothèse conventionnelle : maintien du taux de change dollar-franc à son niveau moyen observé en octobre/novembre 1994.

EQUILIBRE RESSOURCES EMPLOIS EN VOLUME

(Moyennes semestrielles ou annuelles (%))

	1993		1994		1995	1992	1993	1994	1995 * acquis au T2
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.				
PIB (100%)	-1,0	0,3	1,5	1,6	1,7	1,2	-0,9	2,4	2,6
Importations (27 %)	-3,5	0,4	4,0	3,1	3,1	1,1	-3,7	5,9	5,0
(dont marchandises) (24 %)	-3,4	0,0	4,3	4,2	3,0	0,7	-3,9	6,4	5,5
Consommation des ménages (61 %)	-0,2	0,8	0,6	1,5	1,5	1,3	0,7	1,7	2,4
Consommation des APU (19 %)	-0,2	0,3	0,8	1,2	0,7	3,0	0,5	1,5	1,4
FBCF totale (21 %)	-4,4	-0,7	0,2	1,9	3,0	-2,5	-5,1	0,8	4,4
SQS EI (11 %)	-6,8	-2,6	0,2	1,3	3,7	-3,4	-8,6	-0,4	5,0
Ménages (5 %)	-4,6	1,9	-0,8	3,6	1,9	-0,9	-3,7	2,0	4,0
Autres secteurs (5 %)	2,1	0,9	1,5	1,1	2,6	-2,3	2,1	2,5	3,8
Exportations (27 %)	-2,3	4,7	0,9	2,3	3,1	5,0	-0,6	4,4	4,6
(dont marchandises) (22 %)	-2,2	3,9	1,4	3,6	3,2	4,9	-0,9	5,3	5,5
Contributions									
Variations de stocks	-0,3	-1,2	1,7	0,3	0,0	-0,6	-1,2	1,3	0,1
Echanges de biens et services	0,3	1,1	-0,8	-0,2	0,0	1,0	0,9	-0,4	-0,1
Demande intérieure hors stocks	-1,1	0,4	0,5	1,5	1,6	0,8	-0,6	1,5	2,6

■ Prévisions

* L'acquis pour 1995 est la croissance qui résulterait d'une stabilisation au second semestre 1995 de la variable considérée à son niveau du deuxième trimestre 1995.

La politique budgétaire devient plus restrictive

La baisse des taux d'intérêt à court terme, engagée en 1993, s'est poursuivie au début de 1994 pour s'interrompre en milieu d'année. Le taux d'intérêt à trois mois s'est ainsi stabilisé à 5,5% en juin avant d'amorcer une légère remontée, comme en Allemagne. La détente des taux courts a favorisé un allégement significatif des trésoreries des entreprises et contribué à la constitution d'une capacité de financement abondante. Elle a par ailleurs entraîné la réorientation de l'épargne des ménages des SICAV de court terme vers une épargne plus longue, les produits à taux réglementés étant désormais plus attractifs, tout en pesant sur les revenus d'intérêt et de dividendes. A l'horizon de cette Note, et sous l'hypothèse d'une stabilité des taux d'intérêt en Allemagne, la politique monétaire serait désormais plus neutre, et les effets des baisses de taux de 1993 s'estomperaient.

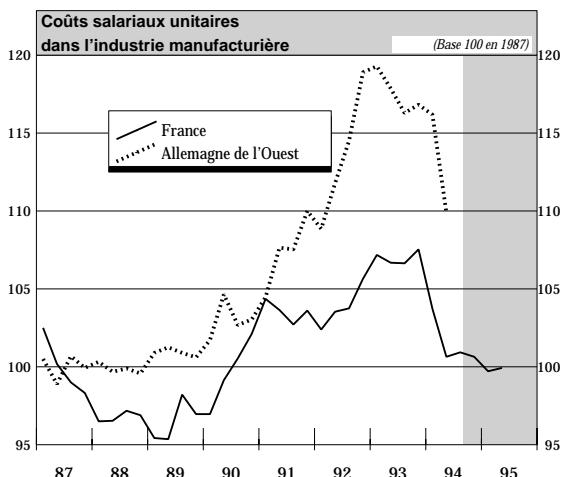
La politique budgétaire a pris en revanche un tour plus restrictif qu'en 1993, compte tenu du ralentissement de la masse salariale publique liée à de moindres revalorisations, et des efforts de maîtrise des déficits des administrations. En 1995, la progression plus marquée de la masse salariale publique en application des accords de novembre 1993 s'accompagne cependant d'un objectif de réduction du besoin de financement des administrations publiques. Les hausses de fiscalité indirecte (taxes sur les produits pétroliers, et sur les tabacs), et l'objectif de limiter la progression des dépenses nominales de l'Etat à environ 2 % sur l'ensemble de l'année témoignent d'une orientation plus restrictive. La reprise de la croissance devrait en outre contribuer au redresse-

ment des recettes fiscales et rendre plus aisée la réalisation des objectifs du gouvernement en matière de déficits publics.

Les entreprises resteront fortement sollicitées par la demande étrangère

La demande mondiale en produits manufacturés adressée à la France a vivement accéléré en 1994 (7 % en moyenne annuelle, après -2 % en 1993), tirée notamment par les biens intermédiaires, dont les exportations en volume ont progressé de plus de 8 % en moyenne. La composition de cette demande reflète les caractéristiques de la reprise en Europe continentale, alimentée par la demande industrielle plus que par celle des ménages.

Les entreprises françaises ont pleinement profité de la reprise mondiale grâce aux gains de compétitivité cumulés enregistrés depuis 1987 et à l'importance de leurs marges de capacité disponibles. Confrontées à des hausses de coûts salariaux unitaires en 1993, elles ont comprimé leurs marges et maintenu leur compétitivité. La demande mondiale a ainsi fortement contribué à l'accélération de la production tout au long de l'année 1994. Le rôle moteur joué par les exportations se retrouve d'ailleurs dans la composition de l'offre des entreprises manufacturières. La très bonne orientation de la conjoncture dans les biens intermédiaires et la reprise dans les biens d'équipement s'expliquent par la demande étrangère. Les biens de consommation courante sont les seuls à ne pas bénéficier de cet effet d'entraînement, et connaissent une accélération moins marquée.



Source : Insee, Bundesbank.

Les gains de productivité engendrés par la forte reprise de la production manufacturière ont entraîné, en France, une baisse de 6 % des coûts salariaux par unité produite, principal déterminant interne de la compétitivité, les ramenant ainsi à leur niveau de 1987. Par comparaison, la baisse des coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière allemande a été plus forte (-15 % depuis le point haut de la fin de 1992), mais les laisse 10 % plus haut qu'en 1987. Le taux de change FF/DM étant stable depuis cette date, les industriels allemands ont perdu de la compétitivité par rapport à leurs homologues français.

En 1995, les exportations de biens manufacturés resteront dynamiques, progressant de 3 à 3,5 % en moyenne au premier semestre, du fait de la poursuite de la progression de la demande mondiale à un rythme voisin de celui de 1994. La demande extérieure en biens intermédiaires pourrait ralentir, tandis que la demande en biens d'équipement accélérerait. Les exportations de biens de consommation devraient également progresser, mais moins vigoureusement, en raison de l'effet restrictif des politiques budgétaires chez nos partenaires commerciaux.

Grâce à l'emploi, le revenu réel des ménages accélérerait et le chômage baisserait

Le retour à la croissance s'accompagne dès le début de 1994 d'un retournement de tendance sur le marché du travail. Cette année, 230 000 emplois auraient été créés dans l'ensemble de l'économie. La reprise de l'emploi apparaît plus rapide que lors des précédentes sorties de récession, et pourrait tenir en partie à un effet de ratrappage, après les pertes d'emploi de 1992 et 1993 (voir dossier p. 16). Elle se renforcerait néanmoins en 1995 du fait d'une croissance plus soutenue : l'emploi dans les secteurs marchands non agricoles progresserait de 1 % en glissement au cours du premier semestre, ce qui représente environ

145 000 postes, pour une croissance de la valeur ajoutée des mêmes secteurs d'environ 2 %, soit un retour aux gains de productivité tendanciels.

L'industrie manufacturière, où l'emploi hors intérimaires s'est stabilisé à la mi-1994, accroîtrait ses effectifs pour la première fois depuis 1990. Mais c'est dans les services, où le cycle de productivité est peu marqué, que la progression de l'emploi devrait être la plus soutenue, légèrement supérieure à 1 % au cours du premier semestre de 1995. La croissance en 1995 devrait en effet reposer sur les services marchands plus que sur l'industrie, à la différence de 1994, où ces deux branches ont eu des contributions à la croissance voisines, ce qui n'était pas arrivé depuis 1976.

Sous l'hypothèse d'une progression de la population active plus élevée que sa tendance, l'amélioration de l'emploi permettrait une diminution du chômage au sens du BIT d'environ 60 000 personnes au cours du premier semestre de 1995, ramenant le taux de chômage à environ 12 % en juin. La baisse du nombre de demandeurs d'emploi enregistrés (DEFM), moins sensible aux fluctuations conjoncturelle, pourrait être moins marquée. Ce décalage pourrait avoir affecté la mesure du taux de chômage dès la fin de 1994. On ne pourra toutefois vérifier cette hypothèse que lorsqu'on disposera de l'enquête emploi de mars 1995.

La décélération salariale entraînée par la récession de 1992-1993 a probablement pris fin au second semestre de 1994. Une accélération progressive du salaire moyen par tête devrait s'enclencher, d'environ 0,1 point par trimestre, sans qu'elle soit décelable sur le taux de salaire horaire (TSH), dont la progression se maintiendrait à 2,4 % en glissement annuel jusqu'à la mi-1995. Malgré le début de son reflux, le niveau du chômage est en effet encore élevé et continue à peser sur les évolutions des salaires de base dans la plupart des branches. En revanche, la part variable du salaire moyen bénéficierait de l'augmentation de la durée du travail liée à la réduction du chômage partiel et à un accroissement des heures supplémentaires, et de la croissance des primes liées aux résultats des entreprises.

A l'accélération de la masse salariale s'ajoutera le dynamisme des revenus d'activité des entrepreneurs individuels, directement sensibles à l'amélioration générale de l'économie. En revanche, les prestations sociales famille et vieillesse ralentiraient en 1995, sous l'effet de la mise en place d'un mécanisme de correction de l'indexation sur les prix. Indexée en 1994 sur une prévision des prix à la consommation hors tabac plus élevée de 0,5 point que l'inflation finalement observée, leur évolution nominale serait ainsi rendue conforme *ex post* à l'évolution des prix.

Au total, le pouvoir d'achat du revenu des ménages continuerait à accélérer au premier semestre de 1995, passant à environ 3 % en glissement annuel en juin, soit un point de plus qu'à la fin de 1994.

Vers un comportement des ménages plus habituel

Les ménages ont mieux auguré de leur revenus futurs à partir de la mi 1993, sur la base de l'amélioration générale de l'économie et de la situation de l'emploi en particulier. Une appréciation plus optimiste des ménages sur leur niveau de vie futur est sans doute à l'origine de la baisse du taux d'épargne constatée entre la mi-1993 et la mi-1994 : anticipant des revenus futurs plus élevés, il leur était moins nécessaire d'épargner pour maintenir leur consommation future.

A partir de la mi-1994, c'est l'accroissement du pouvoir d'achat du revenu qui explique celui de la consommation, d'autant plus que la stabilisation de l'inflation a un effet neutre sur l'épargne alors que la désinflation jouait plutôt à la baisse sur l'épargne.

En 1995, l'accélération des revenus salariaux, et la neutralité des effets d'encaisses réelles, devraient avoir un effet à la hausse aussi bien sur la consommation que sur le taux d'épargne, si l'arbitrage entre épargne et consommation revenait à ses déterminants usuels. Les prévisions de cette Note font cependant l'hypothèse que le taux d'épargne se stabilisera au niveau moyen du second semestre 1994, soit environ 13 %. Les ménages continueraient en effet à résorber partiellement l'épargne accumulée entre 1990 et 1993, excessive au regard des mêmes déterminants.

Après avoir fortement progressé à l'été 1994, puis s'être stabilisée en fin d'année, la consommation des ménages devrait reprendre au premier semestre de 1995 sur une tendance approchant 3 % l'an : en glissement annuel, sa croissance atteindrait 2,8 % en juin, l'effet positif des achats d'automobile y contribuant pour un à deux dixièmes de point.

Par ailleurs, la croissance du pouvoir d'achat mais aussi la réduction des incertitudes sur l'emploi inciteront les ménages à accroître leur investissement logement au cours de l'année 1995. La hausse des taux d'intérêt à long terme observée tout au long de 1994, même si elle est légèrement corrigée en 1995, aura cependant atténué le dynamisme potentiel de la demande de logements neufs (voir au sujet des déterminants de l'investissement logement le dossier p. 22).

L'investissement des entreprises croîtrait sensiblement en 1995

Après trois années de baisse, l'investissement des entreprises s'est stabilisé en 1994, en moyenne annuelle. Ce constat est encore fragile, étant données les difficultés de mesure de la valeur de l'investissement et des prix des biens d'équipement. Ses principaux déterminants, demande et profits, ont évolué très favorablement cette année. La hausse des taux d'intérêt à long terme et la baisse des marchés

boursiers ont réduit la profitabilité anticipée, mais la réduction de l'incertitude sur la demande future l'ont améliorée. L'ampleur des effets positifs, dans un premier temps sous-estimés, aurait pu conduire dès 1994 à un début de reprise significatif. La demande et les profits devraient se consolider en 1995, tandis que les marchés obligataires pourraient se redresser quelque peu, après la forte correction à la baisse de 1994. Ainsi, l'investissement des entreprises, en légère reprise au second semestre de 1994, devrait-il accélérer plus sensiblement au premier semestre de 1995. Sa croissance atteindrait déjà 6 % en glissement annuel à la mi-1995.

Au cours des dernières années, le non renouvellement des équipements a sensiblement ralenti la croissance du capital productif dans l'industrie, au point de conduire à une quasi stagnation en 1993. Le taux d'accumulation était, à environ 4,5 %, de l'ordre du taux de déclassement retenu par la Comptabilité nationale. La croissance de la demande et son caractère durable, puisqu'elle repose sur une conjoncture mondiale favorable, devraient conduire les entreprises à accroître fortement leurs capacités de production. Dans l'immédiat, l'importance des marges de capacités disponibles leur a permis d'accroître la productivité du capital installé, comme en témoigne l'augmentation du taux d'utilisation au cours de 1994 dans les branches où la demande a été la plus forte (automobile et biens intermédiaires). En revanche, le vieillissement du stock de capital, défavorable à la productivité du capital, devrait s'ajouter à l'effet accélérateur.

Selon les enquêtes dans l'industrie, les conditions de financement et le niveau des taux d'intérêt ne jouent plus négativement sur l'investissement en 1994 et, *a fortiori*, en 1995. Cette observation peut paraître contradictoire avec la hausse des taux d'intérêt à long terme, amorcée dès la fin de 1993. En fait, elle révèle l'importance des taux monétaires, sur lesquels sont partiellement indexés les financements par emprunt. La baisse des taux courts a ainsi réduit les frais financiers sur l'endettement long et accru la capacité de financement des entreprises ainsi que leur solvabilité, facteurs favorables à l'investissement. Les mêmes enquêtes indiquent que les entreprises considèrent désormais l'autofinancement comme un facteur stimulant et nécessaire pour la reprise de l'investissement, et jugent leur endettement moins contraignant. Ainsi l'autofinancement dégagé leur permettrait d'assurer le financement de leurs dépenses, tout en continuant à se désendetter.

Un partage des revenus stable en 1994 et plus favorable aux entreprises en 1995

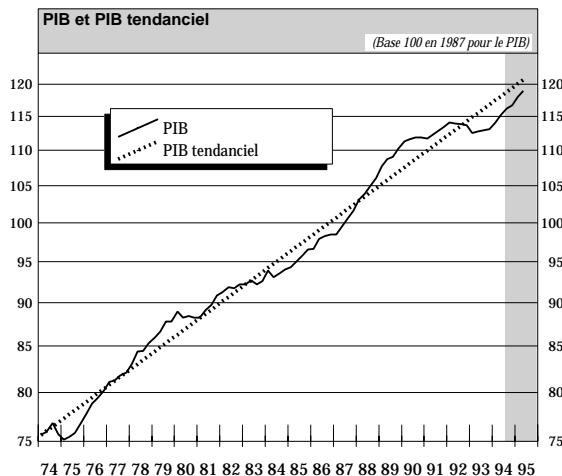
Malgré les fortes fluctuations de productivité, à la baisse en 1993, à la hausse en 1994, le taux de marge des entreprises est resté assez stable, en léger retrait en 1993, puis stabilisé au premier semestre de 1994. La poursuite de la reprise et des gains de productivité devrait entraîner une hausse mesurée du taux de

marge, de l'ordre de 0,5 point au premier semestre de 1995, ce qui le ramènerait à son niveau de la mi-1992.

La stabilité du taux de marge apparaît en 1994 inhabituelle au regard de l'ampleur de la reprise, qui s'accompagne généralement d'une progression de ce taux de marge. Les fortes créations d'emplois, mais également la hausse du coût des consommations intermédiaires expliquent cette particularité. Les gains de productivité enregistrés par les entreprises non financières (+2,6 % pour une tendance longue de 2 %) ont été plutôt plus faibles que ne le laissait attendre l'observation des cycles passés. Par ailleurs, la sensible augmentation du coût des consommations intermédiaires du début de 1994, n'a été que très partiellement reportée sur les prix de vente. Ainsi, les prix de valeur ajoutée ont-ils ralenti en début d'année, stabilisant le taux de marge. L'effet de ciseaux entre prix de production et prix des consommations intermédiaires est moins marqué au second semestre.

En 1995, le partage de la valeur ajoutée devrait évoluer en faveur des entreprises. La faible accélération des salaires nominaux et les gains de productivité permettraient aux entreprises de stabiliser leurs coûts salariaux. Les gains de productivité resteraient élevés dans l'industrie manufacturière. De l'ordre de 8 % en 1994 (en glissement annuel), ils ont entraîné une baisse des coûts salariaux unitaires de 6 %. Ils se poursuivront en 1995, et les coûts salariaux fléchiraient encore légèrement au

**Le PIB tendanciel est estimé sous la forme :
 $\ln \text{PIB} = a \text{ temps} + b$, sur la période 1974-1994, c'est à dire après la rupture de productivité de 1974. Il ne s'agit pas d'un PIB potentiel, lequel doit être approché à partir de l'évolution de long terme des facteurs de production. Ce concept permet néanmoins de mieux situer le cycle conjoncturel actuel, le plus prononcé de la période. On constate en particulier que le rythme de retour au tendanciel qui découle de la prévision est moins vif que celui de 1975-1976. A la mi-1995, l'écart au PIB tendanciel serait d'environ 1,5 %.**



premier semestre. L'augmentation du taux de marge serait ainsi nettement plus prononcée dans l'industrie que dans les autres branches marchandes.

La baisse des taux d'intérêt à court terme et les efforts de désendettement ont entraîné une baisse de 15 % des charges d'intérêt des entreprises en 1994. Elle serait moindre en 1995. Au total, le revenu des entreprises (SQS), qui a augmenté en 1994 de 10 %, pourrait encore accélérer en 1995 sous le double effet de l'accélération de la production et d'un partage de la valeur ajoutée plus favorable aux entreprises.

L'accélération de l'activité n'entraînera pas de tensions inflationnistes

Au premier semestre de 1995, le PIB augmenterait en moyenne de 3,4 % (rythme annualisé) par rapport au semestre précédent, après 3,2 % au second semestre de 1994 et 3 % au premier semestre. La demande intérieure finale devrait progresser à un rythme très voisin, la contribution de l'extérieur devenant neutre, et les stocks augmentant à un rythme régulier. Cette accélération toute progressive ne devrait pas s'accompagner d'une reprise de l'inflation. Celle-ci, mesurée par le glissement annuel des prix de détail, devrait être inférieure à 2 % en juin 1995.

Les déterminants des prix de détail situés les plus en amont sont pourtant à la hausse : les prix de production dans l'industrie manufacturière, stabilisés au premier semestre de 1994, ont commencé à augmenter au second, et le mouvement devrait se poursuivre. Ce constat vaut d'ailleurs pour tous nos partenaires européens, comme le montrent les enquêtes de conjoncture mensuelles. L'inversion de tendance des prix de production tient à la forte hausse des prix des matières premières industrielles importées, mais également à l'amélioration de la demande, qui autorise une amélioration des marges commerciales dans certains secteurs.

L'accélération des prix de production, encore modeste, ne devrait pas constituer un facteur de tensions inflationnistes en 1995. Même si la reprise amorcée au début de 1994 conduit à un rythme de croissance supérieur au rythme tendanciel de l'ordre de 1 point, les marges de capacité disponibles dans l'ensemble de l'économie resteront importantes (voir le graphique ci-contre), ce qui continuera à peser sur les marges commerciales. Les prix des services, directement sensibles aux augmentations salariales, resteraient sur le rythme de progression de la fin de 1994. Enfin, dans un contexte de marché pétrolier où l'offre reste excédentaire, les prix d'importation évoluerait peu.

La décélération des prix devrait en revanche se poursuivre en Allemagne de l'Ouest, où le processus de désinflation est plus récent. De plus, les hausses de fiscalité au début de 1994 ont été plus fortes en Allemagne qu'en France. De ce fait, au début de 1995, la décélération des prix paraîtra plus marquée

en Allemagne. L'écart d'inflation devrait ainsi se réduire à environ 0,5 point au cours du premier semestre.

L'excédent commercial resterait stable

Au début de 1994, la vigueur de la demande intérieure stocks inclus laissait penser qu'un léger décalage de conjoncture entre la France et ses principaux partenaires se formait, conduisant à prévoir une réduction de l'excédent commercial par rapport à 1993. Le solde devrait en fait se stabiliser à environ 80 milliards de francs (fab-fab), chiffre très proche du résultat de l'année dernière, selon la Comptabilité nationale. Le taux de couverture en volume pour les produits manufacturés s'est légèrement amélioré, sous l'effet des gains de compétitivité du second semestre de 1993 et, sur l'ensemble de l'année, la croissance de l'économie française et celle de l'ensemble de ses partenaires paraissent avoir été en phase.

En 1995, les flux d'échange de biens manufacturés resteront dynamiques, avec des taux de croissance

compris entre 3 et 3,5 % en moyenne au premier semestre. La composition sectorielle des flux se modifiera, avec un poids plus important des biens d'équipement et, dans une moindre mesure, des biens de consommation, tandis que celui des biens intermédiaires, lié aux mouvements de stocks, se réduirait. Le cycle de stocks paraissant avoir été plus prononcé en France que chez nos partenaires d'Europe continentale, en raison d'une reprise plus précoce, le contenu en importations de la demande intérieure serait moindre en 1995, tandis qu'il varierait peu chez nos partenaires. Cet élément viendrait compenser la dégradation de la compétitivité prix du second semestre 1994, due notamment à la dépréciation du dollar. La contribution à la croissance des échanges extérieurs pour les produits manufacturés comme pour l'ensemble des biens serait ainsi neutre.

Au total, le solde manufacturier serait quasiment stable au premier semestre de 1995, par rapport au second semestre de 1994, et le solde commercial (fab-fab) serait compris entre 40 et 45 milliards, niveau voisin du semestre précédent. Exprimé en point de PIB, le solde extérieur continuerait à se réduire, à un rythme plus sensible qu'en 1994. ■

Les aléas affectant cette prévision

Les aléas paraissent davantage porter sur le comportement des agents intérieurs que sur l'environnement. Les hypothèses internationales ne paraissent pas présenter de risques majeurs, à l'horizon de prévision de cette Note, du fait de la généralisation de la reprise en Europe, et de la convergence déjà observable des rythmes de croissance. Un aléa subsiste du côté des marchés financiers en particulier sur les marchés obligataires, lié aux craintes de surchauffe de l'économie américaine. Ce risque est en fait en partie réalisé, comme le montre le niveau très élevé des taux d'intérêt à long terme et a probablement déjà affecté certaines décisions de placement ou d'investissement. Cet aléa est à la baisse, et partiellement intégré dans la prévision.

L'économie française est entrée dans une phase du cycle où les comportements de dépenses effectives des agents privés, consommation des ménages et investissement des entreprises, devraient permettre une consolidation de la reprise par le jeu des multiplicateurs de demande intérieure. De plus, le passage à la phase de croissance alimentée par les dépenses intérieures ne reposera pas sur la dégradation des capacités d'épargne des agents privés, ce qui donne plus de robustesse au processus de reprise. Différents aléas pourraient cependant conduire les ménages et les entreprises à modifier ce comportement.

L'investissement présente plutôt un aléa à la hausse : la prévision retient une hypothèse prudente, prenant en compte les résultats de l'enquête investissement d'octobre, qui indique pour l'industrie concurrentielle une croissance d'environ 10 % en valeur pour 1995. Mais le retard apparemment pris en 1994 et la faible croissance du stock de capital due à la baisse des années précédentes pourraient entraîner une augmentation plus forte des dépenses de renouvellement des équipements et d'extension des capacités de production. Dans ce cas, les importations croiraient davantage, l'excédent commercial s'amenuiserait, et la marge d'autofinancement des entreprises se réduirait. Le risque de tensions futures sur les capacités serait moindre.

Le comportement des ménages présente des aléas plus équilibrés. Prenant en compte la reprise rapide de l'emploi en 1994, la prévision fait l'hypothèse d'une croissance relativement riche en emplois. En d'autres termes, les gains de productivité ralentiraient dès 1995, pour revenir à leur croissance tendancielle. Toutes choses égales par ailleurs, si la croissance de l'emploi était moins soutenue, les ménages auraient une appréhension plus mitigée de leur situation. Ils seraient alors incités à relever leur effort d'épargne, au détriment de la consommation et de la croissance. En revanche, à prévision d'emploi inchangée, une nouvelle baisse de taux d'épargne est possible, étant donné son niveau relativement élevé à ce stade du cycle. Dans ces deux cas de figure, la croissance réagirait avec les effets multiplicateurs usuels sur la production et l'emploi de ces variations *ex ante* de la consommation.