

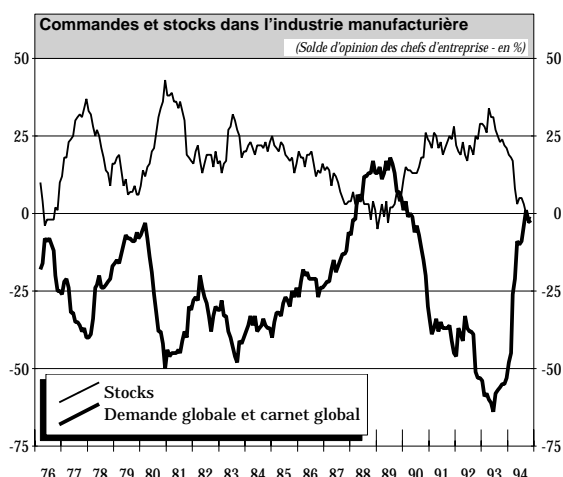
Stocks

Après trois années consécutives au cours desquelles les variations de stocks de produits manufacturés ont pesé très négativement sur la croissance de la production, 1994 voit s'inverser cette tendance. Le ralentissement marqué de la réduction des stocks au premier semestre est suivi, au second, de leur stabilisation. On constate un début de restockage dans certaines branches industrielles. Cette inversion du comportement de stockage des entreprises se traduit, dès 1994, par une contribution positive des variations de stocks à la croissance de la production manufacturière (de l'ordre de 2 points sur l'année).

Au cours des dernières années, les entreprises industrielles se sont allégées des stocks jugés superflus. Au premier semestre 1994, elles ont rapidement interrompu le déstockage face au redressement de la demande observée, conformément aux mécanismes accélérateurs. De plus, la hausse des cours de certaines matières premières en début d'année a pu stimuler, dans quelques branches, un comportement de restockage spéculatif. Ces mécanismes transitoires ont ensuite été relayés par la poursuite de l'amélioration des anticipations de demande.

Au vu de la demande à la fin de l'année 1994, les stocks produits sont jugés normaux voire insuffisants dans la plupart des branches industrielles. Dans les dernières enquêtes de conjoncture, l'opinion des chefs d'entreprise sur les stocks est déjà revenue à son niveau de la mi-89, alors que la demande globale n'atteint pas encore les maxima alors enregistrés. Le rapide arrêt du déstockage observé en 1994 traduirait donc également une nécessaire correction, après le surajustement à la baisse antérieur. Dès lors, la poursuite de la hausse de la demande devrait favoriser la reconstitution de quelques stocks "tampons", même si les entreprises ont appris à gérer leur production de façon plus tendue.

Au cours du premier semestre 1995, les stocks de produits manufacturés croîtraient à nouveau dans la



plupart des grandes branches industrielles. Leur contribution à la croissance, toujours positive, s'atténuerait néanmoins. Elle serait relayée par les autres composantes de la demande.

Cette inversion du comportement de stockage pourrait être moins rapide et moins forte chez nos partenaires européens qui ont connu un ajustement antérieur à la baisse moins prononcé. L'opinion des industriels sur le niveau des stocks s'est globalement moins améliorée à l'étranger qu'en France.

Dans le commerce de gros, le niveau des stocks est toujours jugé normal, voire insuffisant. Il pourrait également se relever du fait de la poursuite du redressement des intentions de commandes.■

STOCKS DE PRODUITS MANUFACTURÉS

1989	1990	1991	1992	1993	1994		1993		1994		1995
							1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.
25,7	26,5	9,8	-4,4	-31,3	1,8	Variations de stocks en Mds de F 1980	-10,6	-20,8	-2,6	4,4	6,5
0,2	0,0	-1,0	-0,9	-1,6	2,1	Contribution des variations de stocks à l'évolution de la production manufacturière	-0,8	-1,3	2,3	0,8	0,2

■ Prévisions

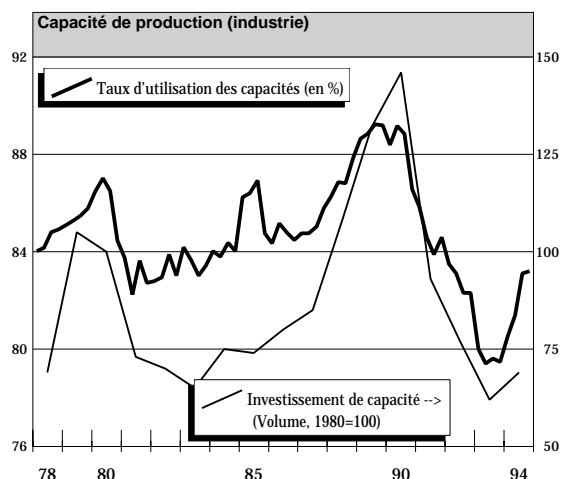
Investissement

Après trois années consécutives de baisse, l'investissement productif des entreprises s'est stabilisé en 1994. Il devrait connaître une forte reprise en 1995.

L'amélioration du climat conjoncturel depuis la mi-1993 a levé les principaux obstacles à la reprise de l'investissement. Celui-ci devrait s'affirmer avec la dissipation des incertitudes pesant sur la durabilité et l'intensité de cette amélioration. Dans l'ensemble des secteurs, les perspectives d'activité sont sur une tendance haussière et la situation de trésorerie des entreprises s'est améliorée sous les effets conjoints de la baisse des taux courts et de la hausse des résultats d'exploitation. Par ailleurs, l'opinion des grossistes sur leurs ventes de biens d'équipement professionnel est en constante amélioration depuis plus d'un an. La hausse continue des intentions de commandes suggère que ceux-ci anticipent maintenant des volumes de vente de plus en plus importants, notamment pour les biens d'équipement destinés à l'industrie.

Stabilisation de l'investissement dans l'industrie en 1994

La chute brutale de l'investissement industriel observée depuis 1991 semble à présent enrayée, après avoir été particulièrement brutale en 1992 et 1993. Si celui-ci doit encore légèrement reculer en moyenne annuelle cette année, il présente néanmoins un profil dynamique. Les industriels jugent plus favorablement les facteurs influençant habituellement l'investissement, ce qui peut présager d'une forte reprise dès l'année prochaine. Les perspectives



d'évolution de la demande intérieure et étrangère, ainsi que des profits, sont jugées de plus en plus stimulantes par les industriels. Ce jugement est émis par l'ensemble des secteurs sans distinction et, dans le cas de la demande globale, retrouve après plusieurs années de baisse son niveau de 1989. Par ailleurs, la situation financière des entreprises et les conditions de financement des projets se sont nettement améliorées.

INVESTISSEMENT PRODUCTIF DES ENTREPRISES

(Volumes aux prix de l'année précédente, évolutions en %)

Secteurs (et pondérations ⁽¹⁾)	1990	1991	1992	1993	1994
Grandes Entreprises Nationales (16 %)	4,1	8,1	0,4	-4,7	-2,5
Entreprises du secteur concurrentiel (84 %)	4,7	-3,3	-5,2	-8,0	0,5
Agriculture (5 %)	1,7	-11,4	-8,4	-8,3	2,5
Industrie (28 %)	8,0	-6,8	-11,1	-13,4	-2,0
Commerce-Services (47 %)	4,7	0,5	-0,2	-4,7	1,5
Bâtiment - Travaux publics (4 %)	-1,6	-3,5	-11,1	-6,7	0,0
Ensemble des entreprises (SQS-EI)	4,6	-1,8	-4,4	-7,5	0,1

(1) Structure de l'investissement en valeur en 1993.

NB : Les évaluations ici présentées ne sont pas directement comparables à celles du compte associé, de par le champ retenu (investissement productif ici ; investissement total dans le compte) et le mode de valorisation utilisé (prix de l'année précédente ici ; prix de 1980 dans le compte).

Source : Comptes Nationaux Annuels pour 1990 à 1993.

Prévisions

rées et ne constituent plus maintenant, d'après les industriels, un obstacle majeur. Le niveau d'autofinancement, en particulier, est considéré dans tous les secteurs comme un élément influençant de plus en plus favorablement les décisions d'investissement. Enfin, la baisse des prix de certains biens d'équipement contribuerait également à l'amélioration de la rentabilité des dépenses d'investissement.

Dans le secteur des biens intermédiaires, les dépenses d'investissement, en très forte baisse en 1992 et 1993, ont à nouveau diminué, plus faiblement toutefois, en 1994 (- 6%) malgré une activité en très forte croissance et l'apparition de risques de sous capacités. Si elles apparaissent encore mal orientées dans les secteurs du papier, du travail des métaux et des métaux ferreux, les secteurs du verre et des métaux non ferreux auraient déjà engagé des dépenses plus importantes cette année. En 1995 la croissance de l'investissement devrait être forte et concerner l'ensemble de ces secteurs.

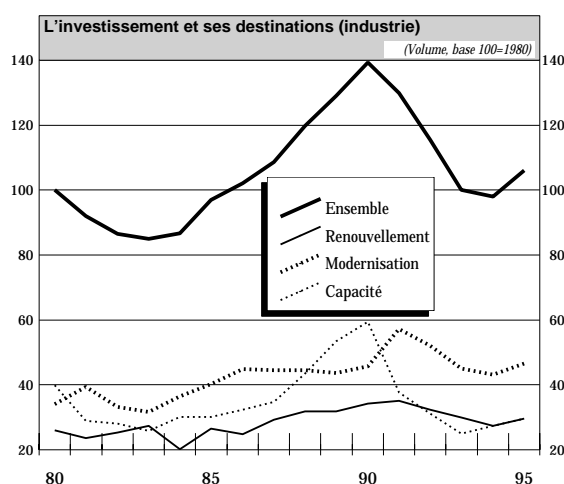
Le secteur de l'automobile a été l'un des plus dynamiques en 1994 avec une augmentation des dépenses d'investissement de 8% en volume. Cette hausse se poursuivra en 1995. Elle est principalement liée à l'extension de capacités de production et à l'introduction de nouveaux produits.

Les industries de biens d'équipement professionnel ont accru leurs investissements de 3% cette année. Cette tendance devrait se prolonger en 1995, la reprise attendue de l'investissement dopant la demande adressée à ce secteur.

Dans les biens de consommation, la hausse des dépenses d'investissement en 1994, particulièrement soutenue dans la parapharmacie et les biens d'équipement ménager, devrait se généraliser à l'ensemble du secteur en 1995.

Stabilisation dans le tertiaire

Après un recul modéré de ses investissements en 1992 et 1993, ce secteur a engagé des dépenses d'investissement légèrement plus importantes cette



année. Dans les services, en particulier ceux aux entreprises, des perspectives d'activité plus favorables, des résultats d'exploitation et des situations de trésorerie orientés à la hausse ont permis un redressement, qui devrait se poursuivre l'année prochaine. Dans les transports routiers, l'embellie liée à la reprise générale de l'activité a incité les entreprises à investir au delà du simple renouvellement du parc.

Les autres secteurs

Dans le bâtiment et les travaux publics, l'investissement est resté globalement stable cette année, et les prévisions des entrepreneurs sont maintenant bien orientées. Le secteur agricole a pu augmenter ses dépenses d'équipement grâce à l'effet conjugué de la baisse des taux d'intérêt, de l'augmentation des prêts bonifiés et de l'amélioration du revenu agricole en 1994. Enfin, l'investissement des grandes entreprises nationales devrait être encore en recul cette année, après la révision à la baisse de leurs programmes opérée au mois de juin (- 2,5%).■

Production

Après une forte reprise en 1994, la production manufacturière reste bien orientée

La production manufacturière s'est fortement redressée en 1994, avec une croissance de 5,3% en moyenne (environ 8% en glissement). La progression, particulièrement vive au premier semestre de 1994, a ensuite ralenti et resterait notable au premier semestre de 1995. Toutes les composantes de la demande ont contribué, successivement, à dessiner ce mouvement général.

Repartie dès le début de 1994 grâce à l'arrêt du processus de déstockage, la production manufacturière a bénéficié d'une forte progression de la demande interindustrielle, en relation avec l'amélioration très nette des perspectives d'ensemble des chefs d'entreprise sur la demande qui leur est adressée, tant étrangère qu'intérieure. De fait, dans un contexte international de plus en plus favorable, les exportations ont crû fortement. De son côté, la consommation des ménages en produits manufacturés a retrouvé un certain dynamisme. L'investissement progresserait nettement au premier semestre de 1995 et deviendrait ainsi, à son tour, l'un des moteurs de la croissance.

La branche de l'automobile et du matériel de transport terrestre a connu une croissance spectaculaire en

1994 (environ + 30% en glissement). Après une année 1993 où la production avait baissé de 17 % en glissement, cette progression est due principalement à la vigueur de la demande intérieure, stimulée par la prime à la casse pour les véhicules de plus de dix ans et par les promotions pratiquées par les constructeurs. Elle a été acquise dès la fin du premier semestre de 1994, date à laquelle la production s'est ralentie. L'activité resterait bien orientée au début de l'année 1995.

La forte progression en 1994 de la production de biens intermédiaires s'explique par la reprise de la demande industrielle française et étrangère. Cette tendance devrait se poursuivre au premier semestre de 1995, si l'on en croit l'optimisme affiché par les chefs d'entreprise dans les dernières enquêtes de conjoncture.

La production en biens de consommation aurait crû plus modérément en 1994. L'amélioration de la demande intérieure au cours de l'été a largement contribué au redressement. La progression se poursuivrait au début de l'année 1995.

La production en biens d'équipement professionnel s'est redressée en 1994 (+2,4% en moyenne annuelle). L'activité de cette branche a été tirée par le dynamisme des exportations; elle devrait connaître une croissance plus soutenue au premier semestre de 1995 avec la reprise de l'investissement en France.

PRODUCTION MARCHANDE PAR BRANCHE

	Moyennes semestrielles					Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	1993		1994		1995	1992	1993	1994	1992	1993	1994
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.						
Agro-alimentaire	-1,8	0,4	-0,2	1,1	0,8	1,3	-1,6	1,2	2,1	-1,7	0,6
Énergie	1,5	2,6	-2,1	0,3	0,7	-2,5	6,2	-2,9	0,2	1,4	-0,7
Produits manufacturés	-3,5	-1,3	4,7	2,5	2,7	-2,1	-4,1	8,4	0,5	-5,0	5,3
<i>Biens intermédiaires</i>	-3,6	-0,3	4,8			-2,7	-2,9		0,3	-5,1	
<i>Biens d'équipement</i>	-3,3	-0,8	1,9			-1,8	-3,0		0,6	-4,4	
<i>Automobile et matériel de transport</i>	-7,5	-8,2	17,5			-2,5	-16,5		2,6	-13,0	
<i>Biens de consommation</i>	-1,7	-0,2	2,6			-1,6	-1,8		0,0	-2,0	
Bâtiment - Travaux publics	-1,9	-2,1	1,7	2,1	2,3	-4,2	-3,7	4,7	-2,6	-4,1	1,7
Commerce	-0,6	0,4	0,1	1,5	1,6	0,5	-0,7	1,9	1,0	-0,2	1,1
Services*	7,4	1,1	-5,1	-3,1	0,1	7,3	5,8	-7,6	4,7	10,3	-6,0
<i>dont valeur ajoutée</i>	0,2	1,1	1,4	1,4	1,5	-0,4	1,4	2,8	0,7	0,6	2,7

* Les très fortes fluctuations de la production des services proviennent du secteur financier et correspondent, pour l'essentiel, à des intraconsommations.

De ce fait, la valeur ajoutée y est un meilleur indicateur de l'activité.

■ Prévisions

Le commerce profite du dynamisme de la demande industrielle et de la consommation

Après un léger recul en 1993, le volume de la production dans le commerce a augmenté d'environ 1% en 1994. L'amélioration se confirmerait au premier semestre de 1995.

Le commerce de gros, plus directement lié à l'activité industrielle, a connu une croissance soutenue, tout particulièrement dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement. Le redressement, dans les enquêtes de conjoncture, du solde d'opinion des grossistes en ce qui concerne leurs anticipations de prix de ventes pour ces deux types de biens laisse augurer la poursuite de cette tendance favorable. Les biens de consommation se sont également bien tenus. Les grossistes en produits pharmaceutiques, après avoir connu un premier semestre 1994 difficile, ont renoué avec une activité plus vive en fin d'année, signe possible de l'atténuation des effets du plan d'économies sur les dépenses de santé.

L'évolution de la production dans le commerce de détail reflète le comportement de consommation des ménages: après une évolution favorable au premier semestre de 1994 et une accélération au cours de l'été, l'activité passe par un palier en fin d'année. L'amélioration a été particulièrement sensible dans l'alimentation générale.

Les services se sont redressés plus lentement que l'industrie manufacturière

L'activité dans les services se redresse en 1994. Ce mouvement devrait se poursuivre au premier semestre de 1995, si l'on en croit l'optimisme prononcé dont font preuve les chefs d'entreprise interrogés dans les enquêtes de conjoncture sur la tendance future de leur chiffre d'affaires. Tirés par l'activité industrielle, les services aux entreprises ont connu une croissance sensible (particulièrement les services logistiques et l'interim), qui devrait se prolonger au premier semestre de 1995. De leur côté, les services aux ménages ont été mieux orientés et le premier semestre de 1995 devrait confirmer la tendance.

Le transport de marchandises, directement lié à l'activité industrielle, s'est nettement redressé en 1994 et poursuivrait sur sa lancée au premier semestre de 1995 : le frêt aérien bénéficie d'un trafic international dynamique et la croissance du transport ferroviaire est, pour la première fois depuis plusieurs années, supérieure à celle du transport routier. Le transport de voyageurs a également connu une embellie en 1994, grâce à la reprise du trafic aérien et à la stabilisation du trafic ferroviaire hors TGV. Le premier semestre de 1995 s'annonce lui aussi favorable, pour l'avion comme pour le rail (montée en puissance des réseaux TGV sud-ouest et nord, ouverture du tunnel sous la Manche).

Le BTP reste moins dynamique

Le secteur du Bâtiment et des Travaux Publics est sur la voie de la reprise. La progression est restée limitée en 1994 (+1,7% en volume), après une année 1993 particulièrement difficile. L'expansion générale devrait, en 1995, entraîner dans son sillage le BTP, dont la production augmenterait de plus de 2% au premier semestre.

L'année 1994 a connu une reprise vigoureuse dans le secteur du logement. Soutenue par les aides de l'Etat (PLA, PAP), la construction de logements neufs a fortement augmenté entre la mi-93 et la mi-94 et s'est légèrement effritée à l'automne.

Pour 1995, la croissance du revenu des ménages permet d'envisager une bonne orientation du secteur ; une aide publique plus restreinte et les effets induits par la hausse des taux longs de 1994 pourraient néanmoins venir tempérer ce diagnostic, comme en témoigne le retournement récent de l'opinion des promoteurs sur la demande de logements neufs.

Le repli de l'activité du bâtiment non résidentiel a encore été sensible en 1994. Même si le marché des bureaux reste bloqué, le secteur pris dans son ensemble connaîtrait une légère croissance en 1995, due à une contribution positive des travaux d'entretien et à une construction de bâtiments industriels plus dynamique, soutenue par la reprise des investissements de capacité.

Encore déprimé en 1994, avec un recul des investissements des grandes entreprises nationales et des dépenses modérées des collectivités locales, le secteur des travaux publics aborderait en 1995 une nouvelle phase de croissance, tirée à la fois par les réalisations des contrats de plan État-Régions pour 1994-1998 et par la progression du bâtiment non résidentiel.

La production agricole s'est stabilisée

En 1994, les contrats de jachère industrielle (cultures à usage non alimentaire) ont provoqué une forte hausse de la production d'oléagineux (colza, tournesol), alors que celle de céréales baissait encore à la suite d'une nouvelle diminution des superficies cultivées, conformément à la réforme de la PAC. Cette tendance devrait s'inverser en 1995, suite à la décision, prise au vu de la forte reprise de la demande mondiale, de réduire de 3% le taux de terres mises en jachère. Les fruits et légumes frais, dont les prix ont crû sur l'ensemble de l'année, ont bénéficié de conditions climatiques particulièrement favorables. La production bovine, après une baisse en 1994, devrait se stabiliser, alors que la production porcine diminuerait en 1995, après s'être maintenue à un bon niveau.■

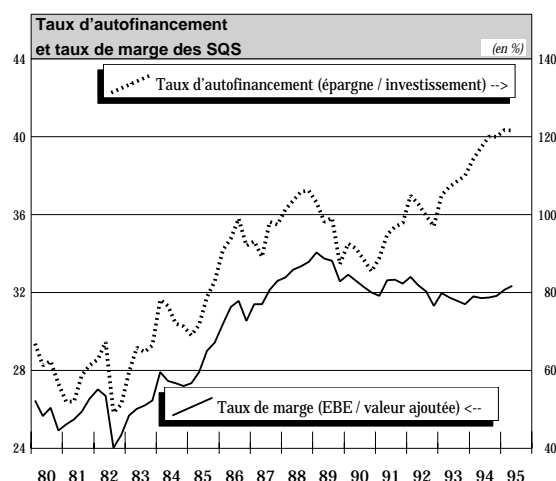
Résultats des entreprises

Le taux de marge, stable en 1994, croîtrait à nouveau à partir du premier semestre de 1995

Le taux de marge a bénéficié en 1994 du cycle de productivité et de la stabilisation des coûts salariaux unitaires. Il a néanmoins stagné dans la mesure où les prix de production ont en moyenne accéléré plus tardivement que les prix des consommations intermédiaires. Les prix de production et d'importation des biens intermédiaires ont connu en effet une accélération dès le premier trimestre de 1994. Comme les prix de production des autres branches marchandes n'ont accéléré qu'à partir du second semestre, leur prix de valeur ajoutée a décéléré au premier semestre, contribuant ainsi à la stabilisation du taux de marge.

Selon les enquêtes de conjoncture, la hausse des prix de production devrait se diffuser à partir du second semestre à l'ensemble des secteurs manufacturiers. Au premier semestre de 1995, les entreprises continueraient à bénéficier de gains de productivité élevés. Les coûts salariaux unitaires seraient ainsi stabilisés, malgré la légère accélération du salaire moyen. Le taux de marge des SQS croîtrait dans ces conditions d'environ 0,5 point sur le premier semestre de 1995. Il retrouverait ainsi le niveau atteint à la mi-1992.

Le taux de marge dans l'industrie manufacturière a en revanche augmenté dès le début de 1994. En effet, les gains de productivité y ont été plus élevés, ce qui explique la forte baisse des coûts salariaux unitaires (environ 6% en glissement annuel).



LES COÛTS D'EXPLOITATION ET LES PRIX DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

(Évolution en %)

	Moyennes semestrielles					Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	1993		1994		1995	1992	1993	1994	1992	1993	1994
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.						
Coût des consommations intermédiaires	-1,0	0,2	0,9	0,5	1,0	-1,8	-0,6	1,7	-0,9	-1,4	1,3
Coût salarial unitaire ⁽¹⁾	2,1	0,2	-4,6	-1,4	-1,0	1,9	1,8	-6,5	0,2	3,1	-5,2
- Salaire moyen par tête	1,4	1,6	1,3	1,2	1,4	4,1	3,0	2,5	4,6	3,2	2,7
- Productivité ⁽²⁾	-0,7	1,4	6,2	2,6	2,4	2,1	1,2	9,5	4,4	0,1	8,3
Coût unitaire d'exploitation	-0,2	0,2	-0,4	0,0	0,6	-0,9	0,0	-0,3	-0,7	-0,4	-0,3
Prix de production	-0,6	-0,8	0,0	0,7	1,2	-0,4	-1,3	1,2	-0,4	-1,1	0,0

■ Prévisions

(1) Hors prélèvements obligatoires.

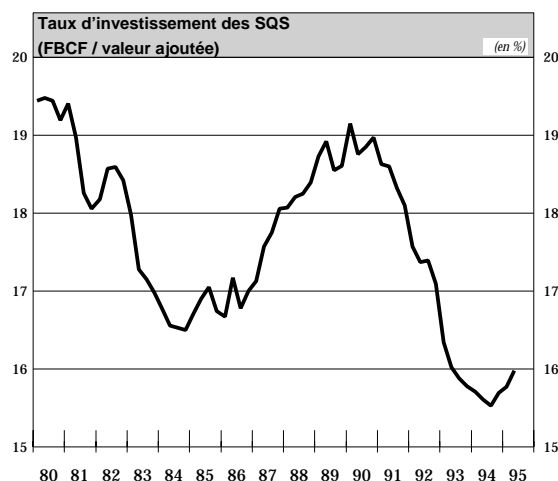
(2) Production par tête.

L'investissement des entreprises serait globalement autofinancé en 1995

Le taux d'épargne brute des SQS augmenterait de 1,3 point en glissement en 1994, malgré la quasi stabilité du taux de marge. En effet, la baisse des taux d'intérêt à court terme depuis le milieu de 1993 ainsi que les efforts de désendettement des entreprises ont provoqué en 1994 une forte baisse des frais financiers. Cette réduction des coûts financiers a fortement contribué à l'accroissement du revenu des entreprises en 1994 (+ 10,7%).

En 1995, le taux d'épargne brute des SQS augmenterait à nouveau de 0,6 point sur le premier semestre. La baisse des frais financiers se poursuivrait, mais à un rythme moindre (seul jouerait le désendettement, la baisse des taux d'intérêts ayant épuisé ses effets). L'augmentation du revenu des entreprises en 1995 s'expliquerait davantage par celle de leur excédent brut d'exploitation.

Malgré la reprise de l'investissement, le taux d'auto-financement des entreprises ne diminuerait pas de façon sensible en 1995. D'après les enquêtes, les entreprises considéreraient depuis 1994 leur capacité d'autofinancement comme un facteur stimulant et nécessaire de l'investissement. ■



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

Evolution en % ou unités indiquées

	Premier semestre 1994		Second semestre 1994	
	juillet 1994	décembre 1994	juillet 1994	décembre 1994
Dollar : cours en francs	5,8	5,8	5,6	5,3
Pétrole : prix du baril importé en dollars	14,7	14,7	17,0	17,2
Biens et services marchands				
PIB	1,0	1,5	1,5	1,6
Importations	1,7	4,0	3,5	3,1
Consommation des ménages	0,5	0,6	1,0	1,5
FBCF totale	0,0	0,2	2,8	1,9
dont : SQS-EI	0,0	0,2	4,1	1,3
Exportations	-0,8	0,9	3,3	2,3
Variations de stocks (Mds de francs 1980)	-9,8	1,0	-6,5	6,9
Demande intérieure totale	1,8	2,6	1,6	1,9
Produits manufacturés				
Production	3,0	4,7	2,7	2,5
Importations	3,2	4,0	4,6	6,0
Consommation	0,5	0,8	1,0	1,7
FBCF	0,1	0,1	5,6	1,8
Exportations	1,7	4,0	4,4	4,8
Variations de stocks (Mds de francs 1980)	-7,0	-2,6	-3,6	4,4
Demande intérieure totale	3,0	3,9	2,7	2,5
Coûts d'exploitation unitaires (produits manufacturés)	-1,1	-0,4	-0,2	0,0
Prix de production (produits manufacturés)	-0,2	0,0	0,4	0,7
Prix de détail produits manufacturés du secteur privé *	0,3	0,2	0,2	0,1
Prix de détail *	1,1	1,1	0,5	0,7
Prix de détail hors énergie *	1,2	1,2	0,5	0,8
Taux de salaire horaire ouvrier *	1,4	1,3	0,8	1,1
Emplois salariés des secteurs marchands non agricoles *	0,0	0,8	0,0	0,7
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	0,2	-0,3	0,8	1,4
Taux d'épargne	13,4	13,0	13,2	12,9
Soldes (milliards de francs)				
Agro-alimentaire caf-fab	25	21	32	25
Energie caf-fab	-33	-34	-36	-34
Manufacturés caf-fab	20	24	12	26
Ensemble fab-fab	36	37	35	45

Prévisions actuelles
(*) Evolutions en glissements semestriels (moyennes semestrielles sinon)

Premier semestre 1994

Les croissances du PIB et de la production manufacturière ont été sous-estimées au premier semestre, respectivement de 0,5 et 1,7 point. La demande mondiale a été nettement plus dynamique que prévu, entraînant une révision sensible des exportations (+2,3 points en produits manufacturés). Les entreprises, face à cette demande, ont enrayé leur destockage. La vigueur de la contribution des stocks avait été sous-estimée en juillet, et explique l'essentiel des révisions sur le PIB. Les importations ont également été rehaussées (+0,8 point en produits manufacturés).

La consommation totale des ménages a été peu révisée. La progression du revenu disponible réel était surestimée de 0,5 point dans la Note de juillet, mais la baisse plus accusée que prévu du taux d'épargne (13,0% au lieu de 13,4%) a neutralisé l'impact de cette révision sur la consommation.

Enfin, la Note de juillet prévoyait une stabilisation de l'emploi. En fait, les créations d'emploi (+0,7%) ont

commencé dès le premier semestre.

Second semestre 1994

La croissance a été peu révisée. Cependant, les composantes de la demande ont été modifiées. Comme au premier semestre, on note des créations d'emplois (+0,7%) au lieu de la stabilisation attendue. Les salaires réels étaient bien prévus, mais les évolutions nominales ont été un peu sous-estimées. La croissance du revenu réel est au total plus élevée de 0,6 point, ce qui a permis une consommation plus vive (+0,5 point).

L'investissement n'a pas repris de façon aussi marquée qu'il était prévu, malgré la bonne orientation de la demande et l'amélioration de la situation financière des entreprises. En revanche, les variations de stocks étaient sous-estimées. L'investissement au sens large (FBCF et stocks) était bien anticipé sur l'année.

Les termes de l'échange se sont améliorés (une dégradation était prévue), du fait de la baisse du dollar. Le solde commercial a donc été sous-estimé de 10 milliards.