



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

NOTE

DE CONJONCTURE

© Insee 1994

Prochaines parutions :

- N° 53 du cahier 1 de "Tendances" (bleu) : juillet 1994
- N° 49 du cahier 2 de "Tendances" (vert) : septembre 1994

- **Directeur de la publication :**
Paul Champsaur.
- **Rédacteurs en chef :**
Eric Chaney et Fabrice Lenseigne.
- **Contributeurs :**
Ketty Attal ;
Marc-Alain Bahuchet ;
Odile Bercot ;
Laurence Bloch ;
Alain Chappert ;
Benoît Coeuré ;
Yvonne Collet ;
Georges Consales ;
François Couté ;
Dominique Demailly ;
Pascale Derouillon-Roisné ;
Sylvie Dumartin ;
Hélène Eyssartier ;
Jean-Marie Fournier ;
Jean-Yves Fournier ;
Stéphane Grégoir ;
Danièle Guillemot ;
Jean-Louis Julia ;
Dominique Ladiray ;
Olivier Lecler ;
Christian Loisy ;
Claudie Louvot ;
Vincent Maillard ;
Frédéric Nauroy ;
Nicolas Ponty ;
Fabienne Rosenwald ;
Catherine Stos.
- **Secrétariat de rédaction :**
Eric Vert ;
Valérie Brossaud ; Nelly Cousté ;
Liliane Delanne ; Isabelle Loret ;
Chantal Masson.
- **Mise en page :**
Jean-Paul Mer ; Philippe Mission.
- **Relations avec l'imprimeur :**
Huguette Heliez.

Rédaction achevée le 30 juin 1994

AVERTISSEMENT :

Cette note analyse la situation de l'économie française à la mi-94 et son évolution probable sur l'ensemble de l'année. Elle comporte un chiffrage prévisionnel des comptes nationaux trimestriels pour les deuxième, troisième et quatrième trimestres de 1994. Par convention, les taux de change au second semestre sont ceux observés en moyenne au mois de juin 1994.

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
IMPRIMERIE NATIONALE
4 171 145 P 95

SITUATION ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

1994 : REPRISE TIRÉE PAR L'INDUSTRIE

- La conjoncture à la mi-1994 6
- Les grands traits de la prévision pour l'année 1994..... 8
- *Encadré taux d'intérêt*..... 13

FICHES THÉMATIQUES

- Environnement international 16
- Pétrole et matières premières 20
- Échanges extérieurs 22
- Financement de l'économie..... 26
- Compte des administrations publiques..... 28
- Transferts sociaux 30
- Salaires et revenus 32
- Prix de détail 35
- Consommation et épargne 37
- *Encadré consommation*..... 40
- Emploi 41
- Chômage 43
- Investissement..... 44
- *Encadré investissement*..... 46
- Stocks 48
- Production..... 49
- Résultats des entreprises 51

COMPTE ASSOCIÉ

1994 : reprise tirée par l'industrie

Le PIB devrait croître de 2% en moyenne et de près de 3% en glissement cette année. La reprise de l'économie française s'est affirmée au début de 1994, dans un environnement international de plus en plus favorable. Forte au cours du premier semestre en raison de circonstances en partie exceptionnelles, elle devrait se poursuivre à un rythme moins vif au cours du second. Après une première phase où la stabilisation des stocks a joué le rôle principal, le cycle conjoncturel devrait se poursuivre par une reprise de l'investissement et une amélioration des revenus d'activité, plus favorable à la consommation.

Après la récession de l'hiver 1992-1993 et l'amélioration des anticipations de demande dès l'automne, l'industrie manufacturière a redémarré sur un rythme plus soutenu que lors des cycles passés. L'industrie automobile et les industries de biens intermédiaires, particulièrement affectées par la récession, ont vivement accru leur production pour répondre au gonflement de leurs commandes intérieures et extérieures.

Le contexte macroéconomique est favorable aux entreprises. La baisse des taux d'intérêt à court terme, près de cinq points depuis le début de 1993, a soulagé les trésoreries et réduit les frais financiers. Elle a rendu la détention de stocks moins coûteuse. Générale dans l'Union Européenne, elle a contribué à restaurer le climat de confiance sur l'orientation des politiques économiques. Contraintes par l'accroissement des dettes publiques, les politiques budgétaires ne dévient guère de leurs objectifs de stabilisation à moyen terme. La baisse des taux courts rend ainsi la politique économique plus favorable à la croissance. C'est particu-

lièrement le cas en France, où le taux d'inflation, l'un des plus faibles en Europe, restera proche de 1,7% à la fin de l'année.

Bénéficiant d'autre part de la phase favorable du cycle de productivité -redémarrage de la production plus précoce que celui de l'emploi- les entreprises devraient voir leur taux de marge et leurs revenus s'améliorer très sensiblement. Leur marge d'auto-financement permettrait une reprise de l'investissement en cours d'année, surtout dans l'industrie, sans nécessairement faire appel à l'emprunt ou au marché des capitaux.

Après avoir baissé de 2,3% au cours des deux années précédentes, l'emploi total devrait augmenter légèrement au cours de cette année. L'emploi salarié dans les branches marchandes devrait au moins se stabiliser, grâce à la reprise de l'activité. Le taux de chômage se situerait ainsi en fin d'année à un niveau proche de celui atteint en mai.

Le revenu réel des ménages, qui baissait à la fin de 1993, croîtra modérément en 1994, l'évolution des salaires restant marquée par le niveau élevé du taux de chômage. La consommation serait plus dynamique. La baisse du taux d'épargne amorcée au second semestre de 1993 devrait en effet se poursuivre en 1994, les anticipations de revenus s'améliorant sensiblement. La baisse du taux d'épargne profitera principalement aux achats de biens durables.

Avec une croissance un peu supérieure à celle de l'Union Européenne, et une forte augmentation des composantes de la demande riches en importation, l'excédent extérieur pourrait se réduire de 10 à 15 milliards de francs.

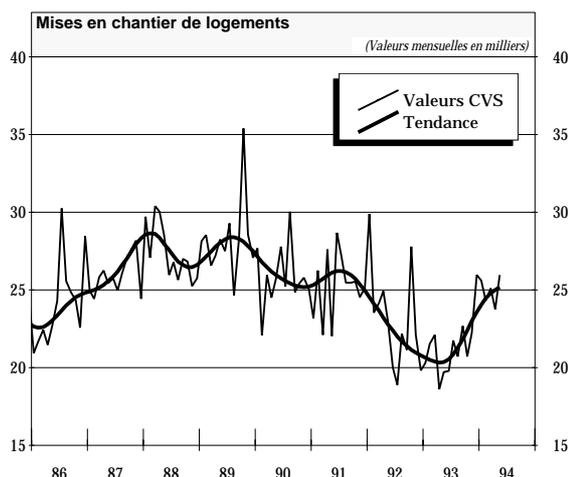
La conjoncture à la mi-1994

La très forte reprise dans l'industrie au premier semestre tient en partie à des facteurs intérieurs exceptionnels

La sortie de récession de l'industrie manufacturière, anticipée depuis huit mois par les chefs d'entreprise dans les enquêtes de conjoncture, s'est faite à un rythme particulièrement élevé, d'environ 2,5% à chacun des deux premiers trimestres de 1994. A l'issue du semestre qui vient de s'écouler, le niveau de la production manufacturière aurait dépassé celui du quatrième trimestre de 1992, et serait supérieur de 3% à celui de l'an dernier à la même époque.

L'industrie automobile française a répondu sans délais à la stimulation de la demande intérieure entraînée par les mesures de "prime à la casse", et les industries de biens intermédiaires ont bénéficié de la demande du secteur automobile, ainsi que de la bonne tenue de la construction de logements. Les industries de biens de consommation courante et, dans une moindre mesure, celles de biens d'équipement professionnel, ont également retrouvé le chemin de la croissance. Le déstockage s'est fortement réduit, indiquant un retournement sensible du comportement des producteurs, que l'on peut attribuer à deux facteurs : l'amélioration des anticipations de demande s'est accentuée en début d'année et la tendance des prix de vente industriels est désormais celle d'une hausse modérée, déjà observée pour les biens intermédiaires au premier trimestre.

Les enquêtes de conjoncture permettent, qualitativement du moins, de faire la part de ce qui relève spécifiquement de l'automobile, dans le redressement de l'industrie (voir l'encadré "*avec et sans automobile*" p. 12). On observe par exemple un redressement comparable du solde d'opinion des industriels sur la demande globale et sur la demande étrangère, de l'ordre de 40 points entre décembre 1993 et juin 1994. Les carnets étrangers se sont particulièrement regarnis dans les biens intermédiaires, témoignant de l'amorce d'un fort cycle des stocks en Europe continentale, après les déstockages massifs de 1993. Ils se sont également regarnis pour les biens de consommation hors automobile et, plus modérément, pour les biens d'équipement professionnel. La demande étrangère, tout autant que le redressement du marché automobile français, a contribué à relancer l'industrie manufacturière.



Les fortes fluctuations des mises en chantier au mois le mois rendent l'interprétation des statistiques difficile. Un traitement statistique de lissage, sur séries désaisonnalisées, permet cependant de situer le retournement à la hausse à l'été 1993, et relativise la baisse récente enregistrée sur les données brutes (il s'agit plutôt d'un ralentissement).

Le PIB a accéléré au cours du premier semestre

La croissance de 0,5% du PIB au premier trimestre a été conforme à la prévision faite lors du Point de conjoncture de mai, apportant un signe tangible de l'amélioration de l'ensemble de l'économie. Traduisant le fort rebond de la production manufacturière, mais également la croissance dans le bâtiment et les services, cette progression du PIB est néanmoins inférieure à la tendance sous-jacente, en raison de baisses d'activité relevant de l'aléa dans l'énergie et les industries agro-alimentaires.

La demande intérieure hors stocks au premier trimestre est restée au niveau de la fin de 1993 : la consommation des ménages et l'investissement des entreprises sont restés stables. La stabilisation de l'emploi marchand a permis au revenu réel des ménages de progresser légèrement, et les anticipations sur les revenus futurs relevées dans les enquêtes de conjoncture auprès des ménages se sont sensiblement améliorées, ouvrant ainsi la voie à une baisse du taux d'épargne. De fait, la consommation en biens manufacturés et en services a augmenté de 0,6 à 0,7% et c'est la contraction de la consommation d'énergie (-5,2%) qui explique la stabilisation globale.

Le commerce extérieur a probablement été plus dynamique que ne l'indiquent les évaluations actuelles du premier trimestre. La consommation de produits manufacturés s'est en effet sensiblement accrue en Allemagne et au Royaume-Uni au premier trimestre, et la compétitivité-prix des exportateurs français ne s'est pas dégradée, selon l'enquête sur la concurrence étrangère de mai. Certains éléments ponctuels, comme le repli des livraisons d'Airbus en février, ont joué négativement, et il est par ailleurs probable que les flux d'exportations et d'importations seront progressivement revus à la hausse, lors des prochaines publications des chiffres du commerce extérieur. La forte baisse des flux de services, à l'exportation comme à l'importation, provient en partie d'une modification des règles de comptabilisation des flux de services financiers intervenue au début de l'année.

Les premiers éléments dont on dispose pour le deuxième trimestre indiquent une accélération sensible de la demande intérieure et de la production. La consommation des ménages, portée par les achats d'automobiles, s'est accrue d'environ 1%, sans que le revenu réel ait augmenté dans une telle proportion. Le taux d'épargne aurait donc diminué, comme le laissent prévoir les enquêtes auprès des ménages.

A l'inverse du premier trimestre, la croissance au deuxième, estimée à environ 1%, serait supérieure à

la tendance de la reprise en cours. Le succès des mesures de soutien au marché automobile a en effet entraîné une hausse de la production très vive dans les branches directement concernées (environ 8% à chacun des deux premiers trimestres), mais également en amont (biens intermédiaires), et en aval dans la distribution (commerce et services). L'activité devrait ainsi naturellement ralentir au cours des trimestres suivants, sans que cela ne signifie une modification de tendance. L'amélioration des perspectives dans l'industrie est en effet à peu près générale, seuls les biens d'équipement restant peu dynamiques. L'effet des mesures gouvernementales sur l'automobile, s'il a indéniablement contribué à l'amélioration des perspectives, ne doit cependant pas occulter un mouvement plus global, qui fait escompter que, une fois les effets transitoires sur le marché automobile passés, la production industrielle devrait continuer à croître.

Le mouvement de désinflation touche à son terme

L'inflation a diminué jusqu'en mars, le glissement annuel des prix à la consommation ayant atteint un niveau historiquement bas, à 1,5%, du fait notamment de la baisse des prix des automobiles (effet combiné des primes de l'Etat et des promotions des constructeurs). Elle s'est stabilisée depuis, à environ 1,7%. Le risque d'inflation par les coûts est minime. La hausse des prix des matières premières industrielles et la fin de la baisse des prix des biens intermédiaires stabiliseront le coût des consommations intermédiaires, qui baissait en 1993. A l'opposé, les coûts salariaux unitaires baisseront dans l'industrie, du fait des gains de productivité. Plus généralement, l'ampleur des capacités inemployées dans l'économie est telle que la reprise en cours ne devrait pas entraîner d'accélération des prix à l'horizon de cette Note.

Les grands traits de la prévision pour l'année 1994

L'environnement international de la France est bien orienté

La reprise de l'économie française se situe dans le cadre d'une reprise de l'ensemble des économies d'Europe continentale, après les récessions de 1993 dans l'Union européenne (UE), et le cumul sur plusieurs années d'enchaînements récessifs dans l'Europe du Nord. Progressivement anticipée par les industriels européens dès l'automne 1993, la reprise a pris corps au premier trimestre, dans l'industrie tout au moins, chez la plupart de nos partenaires de l'UE.

A l'extérieur de l'UE, la croissance est vigoureuse, tirée principalement par l'Amérique du Nord et l'Asie du Sud-Est, où, malgré les risques de surchauffe (Chine), l'activité continue de progresser à près de 10% l'an, avec un contenu élevé en investissements, et donc une forte demande adressée aux pays industrialisés. Par ailleurs, le redressement des cours du pétrole au deuxième trimestre, consécutif au déstockage aux Etats-Unis et au maintien de ses objectifs de quotas de production par l'Opep, devrait soutenir la demande des pays producteurs de pétrole.

Aux Etats-Unis, après la croissance exceptionnelle de la fin de 1993 et les aléas climatiques du début de 1994, quelques signes de ralentissement sont apparus au mois de mai, avec un fléchissement des ventes au détail, et un tassement du taux d'utilisation des capacités dans l'industrie. La demande intérieure reste néanmoins forte, tirée par l'investissement et les achats de biens durables. Les risques de tensions inflationnistes se sont légèrement atténués, ce qui a un peu ranimé le marché obligataire américain au mois de juin, après huit mois de baisse.

En Allemagne de l'Ouest, la production industrielle est à nouveau sur une pente ascendante, tirée principalement par les exportations, comme le montre la vive progression des commandes de biens d'équipement au début de 1994. Les ventes au détail, après

s'être redressées au premier trimestre, baissent au deuxième. Sur l'ensemble de l'année, la consommation des ménages pourrait même se contracter, en raison des ponctions fiscales sur le revenu, du ralentissement prononcé des salaires et des pertes d'emploi. La croissance industrielle de l'Allemagne devrait néanmoins stimuler les secteurs des biens intermédiaires de ses principaux partenaires.

En Allemagne comme dans les autres pays de l'UE, la reprise se manifeste davantage dans l'industrie que dans les autres branches de l'économie, en raison de politiques budgétaires généralement restrictives. Après la forte baisse de la demande des entreprises de 1993 et parfois de 1992, le déroulement du cycle conjoncturel européen se traduit par une stabilisation de l'investissement, et une inflexion du comportement de stockage. Le changement d'orientation des politiques monétaires en 1993 a en effet permis aux taux d'intérêt de court terme de baisser de 3 à 8 points en un an, selon les pays, ce qui est favorable aux trésoreries des entreprises, et rétablit une hiérarchie plus normale entre les placements financiers à court terme et la dépense productive.

La politique économique est plus favorable à la croissance

En 1993, les tensions sur le marché des changes n'ont pas empêché la politique monétaire française de se détendre progressivement, à la faveur des baisses de taux opérées par la Bundesbank, contribuant ainsi à l'amélioration des anticipations des agents dès le printemps 1993. Sur l'année, le niveau moyen des taux d'intérêt réels de court terme est néanmoins resté un frein à l'activité. La baisse des taux s'est poursuivie au cours du premier semestre de 1994, ramenant le taux d'intérêt à trois mois à environ 5,5% en juin, niveau proche de celui qui était retenu dans la Note de conjoncture de décembre, à partir des anticipations des marchés (5%). Sur la base des taux

PRINCIPALES HYPOTHÈSES DE CADRAGE POUR 1994

(moyennes semestrielles ou annuelles)	1993		1994		1993	1994
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.		
Demande mondiale (produits manufacturés) (en %)	-2,6	1,3	2,8	3,0	-2,1	5,0
Taux de change du dollar *	5,50	5,84	5,78	5,60	5,66	5,69
Prix du pétrole importé par la France, (\$,CAF)	17,3	15,2	14,7	17,0	16,2	15,8

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

EQUILIBRE RESSOURCES EMPLOIS EN VOLUME

(Moyennes semestrielles ou annuelles (%))

		1992		1993		1994		1991	1992	1993	1994
		1 ^{er} s.	2 nd s.	1 ^{er} s.	2 nd s.	1 ^{er} s.	2 nd s.				
PIB	(100%)	0,9	-0,2	-1,0	0,4	1,0	1,5	0,5	1,2	-1,0	2,0
Importations	(27 %)	1,7	-0,3	-3,0	-0,1	1,7	3,5	2,9	2,3	-3,2	3,4
(dont marchandises)	(24 %)	0,9	-1,2	-3,6	-0,2	3,2	3,6	2,7	0,7	-4,2	5,0
Consommation des ménages	(61 %)	0,1	1,0	-0,3	0,9	0,5	1,0	1,4	1,1	0,7	1,5
Consommation des APU	(19 %)	2,0	0,9	-0,2	0,5	0,9	1,0	3,4	3,2	0,5	1,6
FBCF totale	(21 %)	-1,1	-0,9	-4,5	-0,3	-0,1	2,8	-1,5	-1,7	-5,1	1,2
SQS EI	(11 %)	-0,5	-1,5	-7,1	-1,9	0,0	4,1	-2,4	-2,2	-8,6	1,1
Ménages	(5 %)	-1,1	-0,1	-4,5	1,8	-1,1	2,1	-3,5	-0,8	-3,7	0,8
Autres secteurs	(5 %)	-2,7	-0,5	2,0	0,7	1,0	1,0	3,0	-1,6	2,1	1,9
Exportations	(27 %)	4,7	-0,5	-1,5	3,7	-0,8	3,3	3,9	6,7	0,1	2,7
(dont marchandises)	(22 %)	3,6	-1,1	-2,3	3,6	1,0	3,5	3,9	4,9	-1,1	4,6
Contributions											
Variations de stocks		-0,1	-0,7	-0,3	-1,3	1,3	0,2	-0,4	-0,7	-1,3	0,7
Echanges de biens et services		0,8	-0,1	0,4	1,0	-0,7	-0,1	0,2	1,1	0,9	-0,2
Demande intérieure hors stocks		0,2	0,6	-1,2	0,6	0,5	1,4	0,7	0,8	-0,6	1,4

■ Prévisions

d'intérêt à court terme actuels, la politique monétaire est plus favorable à la croissance qu'en 1993 : le compte des entreprises, endettées pour une large part à taux variables, enregistrera une forte amélioration, du fait de la réduction de la charge d'intérêt, et la baisse du coût d'opportunité de détention de stocks favorisera l'inversion en cours du comportement de stockage.

La politique budgétaire au sens large a été stimulante en 1993, du fait du creusement du déficit des administrations de sécurité sociale, de l'accélération de la masse salariale publique et du pouvoir d'achat des prestations sociales. La désinflation, sous estimée *ex ante*, avait contribué à cette accélération, en raison des mécanismes d'indexation des salaires et des prestations. Si les effets multiplicateurs de la stimulation budgétaire passée sont encore sensibles en 1994, la politique budgétaire est devenue plus restrictive. La hausse de la CSG décidée en juin 1993 l'emporte sur les réductions d'impôt sur le revenu, et la masse salariale publique devrait ralentir. Au total, l'effet des politiques budgétaires de 1993 et 1994 devrait être neutre pour la croissance cette année.

Les exportations de marchandises et les dépenses des entreprises tirent la reprise

L'accélération très marquée de la demande mondiale de produits manufacturés (+5% en 1994, après -2% en 1993) devrait entraîner les exportations.

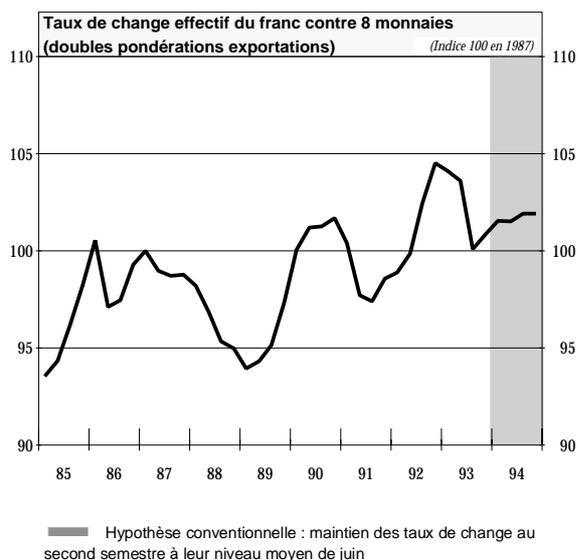
En 1993, confrontés simultanément à une hausse de leurs coûts salariaux unitaires, du fait de la baisse de la productivité, et à l'appréciation du franc, les exportateurs avaient comprimé leur taux de marge, de

façon à maintenir leur compétitivité prix. La relative bonne situation financière des grandes entreprises exportatrices, comparativement aux récessions passées, avait facilité cet effort, d'autant plus qu'elles avaient amélioré leur profitabilité à l'exportation au cours des années 1987-1991.

La situation est partiellement inversée en 1994. Les forts gains de productivité dans l'industrie devraient entraîner une baisse sensible des coûts salariaux unitaires, permettant un relèvement sensible des marges, sans perte de compétitivité prix. Ainsi, les exportations de produits manufacturés, et plus généralement de marchandises, devraient-elles croître de 4,5 à 5% en moyenne annuelle, avec une accélération progressive en cours d'année, au fur et à mesure que la reprise européenne s'amplifiera.

En conséquence, les dépenses des entreprises devraient croître, plus en profil qu'en moyenne (du fait des bas niveaux de la fin de 1993). Le déstockage devrait se réduire fortement voire faire place à un restockage dans certains secteurs, et l'investissement reprendrait en cours d'année à un rythme soutenu. Après trois années de baisse de l'investissement, la faible croissance du capital productif dans l'industrie devrait en effet inciter les entreprises à investir à nouveau, aussi bien pour la modernisation de leurs équipements, pour le développement de nouveaux produits que, dans les branches où la demande est la plus vive, pour l'extension des capacités.

Comme on l'avait indiqué dans la Note de conjoncture de décembre, un bon indicateur avancé de la croissance de l'investissement est fourni par la variation du taux d'utilisation des capacités de production. Or, dans l'industrie manufacturière, le taux d'utilisation des capacités a augmenté de 2 points entre



L'appréciation du yen et du dollar à la fin de l'année 1993, ainsi que le léger redressement de certaines monnaies européennes, ont ramené le taux de change effectif du franc à son niveau du printemps 1992, avant les crises du SME. Malgré une remontée au premier trimestre, il resterait stable en moyenne annuelle si, comme on le suppose conventionnellement, les taux de change restaient à leur niveau de juin.

octobre 1993 et avril 1994, et, selon l'enquête mensuelle de la Banque de France, la progression se serait poursuivie au deuxième trimestre.

Au total, l'investissement des entreprises augmenterait d'environ 1% en moyenne annuelle, et de près de 6% en glissement annuel. Dans l'industrie, la progression de l'investissement en biens d'équipement serait nettement plus forte. En revanche, l'investissement en BTP baisserait encore en moyenne annuelle, du fait de l'importance des stocks de bureaux.

La consommation bénéficierait de la légère croissance de l'emploi et de la stabilisation du taux de chômage

La stabilisation de l'emploi marchand au premier semestre de 1994 est le premier indicateur d'un retournement de tendance sur le marché du travail. La très forte progression de la production industrielle a entraîné une hausse de l'emploi dans les services aux entreprises, par le biais du travail intérimaire, mais également par des embauches sous contrats à durée déterminée.

Les pertes d'emploi dans l'industrie devraient progressivement ralentir en cours d'année, à la faveur de la croissance de la production, ce qui permettrait aux entreprises de se rapprocher de leur productivité tendancielle. En revanche, l'emploi devrait accélérer sensiblement dans les services marchands, et progresser à nouveau dans les commerces.

L'emploi salarié des secteurs marchands non agricoles se stabiliserait ainsi sur l'ensemble de l'année. Cette prévision se fonde sur l'analyse des comportements passés, et peut comporter un aléa à la hausse, si le cycle de productivité est aujourd'hui plus court qu'il ne l'était lors des précédentes fortes fluctuations conjoncturelles. Une légère progression de l'emploi marchand au second semestre est donc envisageable.

Par ailleurs, l'emploi dans le tertiaire non marchand serait stimulé par les créations nettes de CES (environ 80 000 sur l'année). L'emploi total augmenterait ainsi légèrement, après une baisse cumulée de 2,3% au cours des deux années précédentes.

En conséquence, le taux de chômage serait, à la fin de 1994, proche du niveau atteint au printemps, soit 12,7%.

L'observation des années passées a montré que la consommation des ménages est plus sensible qu'auparavant à la situation de l'emploi et du chômage. La croissance de la consommation a ainsi été plus faible que celle du revenu réel en 1992 et 1993, les ménages ayant révisé à la baisse leurs anticipations sur leurs revenus futurs jusqu'à la mi-1993, en raison de l'ampleur des pertes d'emploi. En moyenne annuelle, le revenu réel pourrait encore légèrement ralentir en 1994, sous l'effet en année pleine de l'augmentation de la CSG, du retour à la normale de la croissance des prestations sociales (assurance maladie notamment) et de la masse salariale publique, et de la baisse des revenus de l'épargne. Grâce à l'amélioration de l'emploi, la tendance serait néanmoins à l'accélération : à la fin de 1994, le revenu réel aura augmenté de 1 à 1,5% par rapport à la fin de 1993, alors qu'il avait baissé de 0,7% au cours de 1993. Conséquence de l'amélioration globale de l'économie française, cette tendance est anticipée par les ménages, comme le montre l'optimisme retrouvé sur leur niveau de vie futur dans les enquêtes de conjoncture.

Le mouvement de baisse du taux d'épargne amorcé au second semestre de 1993 devrait ainsi se poursuivre en 1994, ce qui assurerait une croissance de 1,5% en moyenne annuelle de la consommation, pour une progression du revenu réel de 0,6%. Deux aléas pourraient affecter cette prévision, qui donne à la consommation un rôle un peu plus porteur qu'on ne l'escomptait en mars. Une amélioration plus rapide du marché du travail et une politique salariale des entreprises plus active pourraient relever la consommation aussi bien par l'effet revenu que par le jeu des anticipations. En revanche, la dévalorisation des actifs financiers entraînée par la baisse des marchés

d'obligations et d'actions pourrait inciter les ménages détenteurs de ces actifs à reconstituer leur patrimoine.

Les évolutions nominales resteraient très modérées et le compte des entreprises se redresserait substantiellement

Même stabilisé, le taux de chômage reste à un niveau élevé à l'horizon de prévision de cette Note, et supérieur à celui de 1993. En conséquence, la croissance du taux de salaire réel serait du même ordre qu'en 1993, et le taux de salaire nominal ralentirait en moyenne annuelle, en raison de la poursuite de la désinflation jusqu'au printemps 1994. Le salaire moyen par tête serait plus dynamique, notamment au second semestre, du fait d'un moindre recours au temps partiel et au chômage partiel, ainsi que d'un volume d'heures supplémentaires supérieur à celui de 1993.

Les gains de productivité seraient ainsi presque intégralement répercutés dans les coûts salariaux unitaires dont la baisse serait particulièrement forte dans l'industrie manufacturière (entre -4,5 et -5%), faisant plus que compenser la hausse de 3,2% en 1993. Dans le même temps, la meilleure orientation de la demande permettrait une accélération progressive des prix de production, peu sensible sur la moyenne annuelle, en raison des évolutions passées. Le compte d'exploitation des entreprises devrait donc s'améliorer nettement. L'excédent brut d'exploitation (EBE) augmenterait de 5 à 6%, entraînant une amélioration du taux de marge d'un bon demi point en moyenne, et de près d'un point en glissement pour les sociétés et quasi-sociétés (SQS).

La baisse des taux d'intérêt à court terme et le désendettement passé amplifieraient considérablement l'impact de l'amélioration de l'EBE sur le revenu des entreprises. Celui-ci augmenterait très fortement, de 15 à 20% pour les SQS. Le partage de la valeur ajoutée serait donc favorable aux entreprises en 1994. Cette inflexion est normale en période de reprise, du fait du cycle de productivité, mais la forte baisse des taux d'intérêt et le désendettement auquel les entreprises ont procédé au cours des dernières années lui donnerait un caractère exceptionnel. La poursuite du désendettement comme la reconstitution des fonds propres en seront facilitées.

L'excédent commercial se réduirait de 10 à 15 Mds

Les importations de produits manufacturés devraient augmenter sensiblement, avec une accélération en cours d'année. Après le déstockage massif de 1993, la reprise de la production dans l'industrie devrait en effet entraîner une stabilisation progressive des encours de stocks, dont le contenu en importations est élevé. Par ailleurs, la reprise de l'investissement,

concentrée sur les biens d'équipement, aura également un effet stimulant sur les importations. Le partage du marché intérieur automobile, favorable aux constructeurs français au début de l'année, devrait l'être moins par la suite, comme le montrent déjà les chiffres de mai. Plus généralement, le taux de pénétration du marché intérieur de produits manufacturés devrait se dégrader, les évolutions de long terme entraînées par l'ouverture croissante des marchés se manifestant à nouveau, après une année 1993 exceptionnelle, lors de laquelle le taux de pénétration avait baissé.

Avec une croissance du volume des exportations (4,8% en moyenne) moins forte que celle des importations (5,3%), et une baisse d'un point des termes de l'échange, l'excédent manufacturier se contracterait de 15 Mds de francs. Le solde commercial fab-fab se réduirait d'environ de 13 Mds (par rapport au solde de 1993 estimé par les comptes nationaux), ramenant l'excédent à 70 Mds de francs en 1994.

Les aléas affectant cette prévision

Au total, le PIB augmenterait d'environ 2% en moyenne annuelle, et de près de 3% en glissement annuel.

Cette prévision repose en partie sur l'hypothèse d'une reprise d'ensemble des économies européennes, où les facteurs cycliques, stocks en particulier, jouent un rôle prépondérant. Conforté par les enquêtes de conjoncture européennes, où l'amélioration des anticipations de demande et le retour à la normale de l'opinion sur les stocks est général, ce scénario présente peu de risques à court terme. Il est néanmoins nécessaire que la demande finale prenne progressivement le relais des stocks pour que la reprise se développe.

De ce point de vue, la crise actuelle des marchés financiers, et le niveau anormalement élevé des taux d'intérêt à long terme (voir l'encadré consacré à ce sujet) qui en découle, font peser un risque. Si ce niveau devait perdurer, les décisions d'investissement productif et d'investissement logement en seraient affectées, ainsi que la confiance des agents, en France comme chez nos principaux partenaires. La consommation des ménages pourrait en souffrir et les pertes en capital subies sur les portefeuilles financiers pourraient inciter à relever l'effort d'épargne. Une telle hypothèse paraît cependant peu probable. En effet, les perspectives d'inflation à court et moyen terme sont faibles en Europe continentale, du fait de l'importance des capacités de production inemployées et, en particulier, du niveau élevé des taux de chômage.

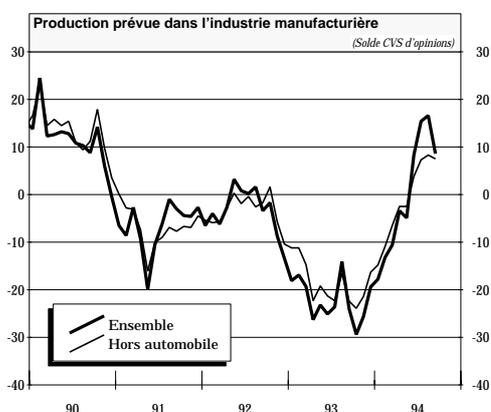
On a déjà évoqué la possibilité d'une évolution des revenus salariaux plus favorable que prévu, en raison, notamment, du redressement du compte des entreprises. La consommation serait alors plus dynamique.

L'investissement des entreprises présente également un aléa à la hausse. Dans l'industrie, les modèles d'accélérateur-profit traditionnels suggèrent une croissance de l'investissement encore plus forte que celle retenue dans cette Note, laquelle est proche de celle des enquêtes auprès des chefs d'entreprise de l'industrie. L'enquête investissement d'avril n'a en effet pas indiqué de révision à la hausse des projets d'investissement pour 1994, par rapport à l'enquête d'octobre 1993. Certains éléments d'incertitude, sur

le taux de change du dollar en particulier, ont probablement contrebalancé l'amélioration des trésoreries et des anticipations de demande. Il n'est donc pas exclu que les projets d'investissement soient revus à la hausse en cours d'année, au fur et à mesure que se développe la reprise européenne et que l'amélioration des profits sera constatée. Le solde industriel en serait un peu réduit, mais la croissance s'engagerait alors sur une voie plus équilibrée pour le moyen terme.

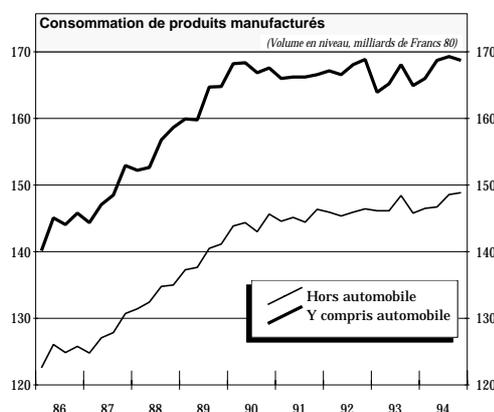
La conjoncture de l'industrie manufacturière, avec et sans automobile

Les mesures de soutien au marché intérieur automobile ont indéniablement contribué à l'amélioration de la production et des perspectives dans l'industrie. Cet effet ne doit ce-



pendant pas occulter un mouvement plus global, que met en évidence le graphique de gauche. Y sont représentés les soldes d'opinion sur les perspectives de production dans l'ensemble de l'industrie manufacturière et dans les branches hors automobile. L'une et l'autre courbe sont décalées d'un trimestre, les industriels étant interrogés sur leurs perspectives "dans les mois à venir". L'automobile a seulement amplifié, de façon prononcée, le mouvement à la hausse au début de 1994, et une première correction est apparue dès le mois de juin dans cette branche. Dans les autres, l'opinion des industriels s'est stabilisée, et l'opinion sur les carnets de commandes étrangers (non représentée sur le graphique) a continué à s'améliorer.

La consommation en produits manufacturés a été vivement stimulée au premier semestre de 1994 par les achats d'automobile, comme le montre le graphique de droite (qui



intègre les prévisions de cette Note). La mise en perspective sur plus longue période montre une rupture de la croissance de la consommation, en 1990. Mais alors que la consommation hors automobile a continué à progresser, à un rythme certes ralenti, la consommation globale a baissé en tendance jusqu'à la fin de 1993. Cette tendance négative (ainsi que les mouvements erratiques de 1992 et 1993) provient de l'automobile. L'effort d'épargne accru des ménages, de 1990 à 1993, semble avoir principalement pénalisé les achats d'automobile. Bien qu'il soit trop tôt pour diagnostiquer une nouvelle rupture de tendance en 1994, la modification du comportement d'épargne des ménages donne du corps à cette hypothèse.

La hausse des taux d'intérêt à long terme : éléments d'analyse

- Eric Chaney -

La baisse des marchés obligataires, amorcée aux Etats-Unis à l'automne dernier, puis accélérée et étendue à l'Europe et au Japon au mois de février, s'est traduite par une hausse de 80 à 200 points de base des taux d'intérêt à long terme selon les pays. Les niveaux atteints au mois de juin, entre 7 et 8,2 % pour les pays à faible inflation d'Europe continentale, supposent des taux d'intérêt réels excessifs pour une zone où le PIB est encore nettement en dessous de son potentiel. S'il ne s'inversait pas, le mouvement sur les marchés obligataires pourrait affecter la reprise en cours, par ses conséquences sur le financement de certaines catégories de dépenses : déficit budgétaire, achat de logements, investissement des entreprises ... On ne cherche pas ici à préciser ces effets, vraisemblablement faibles à l'horizon de prévision de cette Note de conjoncture. On cherche plutôt à apporter des éléments d'analyse sur la hausse des taux elle-même, pour tenter d'en dégager les facteurs généraux, jouant au niveau mondial, ainsi que les facteurs spécifiques qui pourraient expliquer les écarts de hausse entre les pays.

Des éléments liés au fonctionnement des marchés ont été invoqués pour expliquer la chute récente des marchés obligataires. Les "fonds de performance" (*hedge funds*) ont investi en 1993 sur des marchés obligataires en pleine euphorie, avec un effet de levier considérable⁽¹⁾. Le retournement de tendance a été amplifié par le désengagement de ces fonds, l'effet de levier étant cette fois inversé. Les programmes de coupure automatique de position (*stop loss*) en cas de pertes, largement utilisés par les gestionnaires de fonds auraient également contribué à cette amplification. Ces particularités, qui ne sont pas vraiment nouvelles, peuvent expliquer en partie l'ampleur des mouvements, mais pas les mouvements eux mêmes.

L'explication commune met plutôt en avant les anticipations d'inflation, revues à la hausse lorsque simultanément les marchés changèrent d'avis sur la croissance américaine, sur la proximité d'une reprise en Europe et sur son ampleur. Les obligations étant des titres à revenu fixe, le souci de préservation de leur pouvoir d'achat pousserait les investisseurs à demander des taux plus élevés. Comme on le verra, cette explication est insuffisante, et s'accorde mal avec la différence des positions cycliques entre les pays.

Les taux d'intérêt à long terme, prix de marché des dettes publiques...

A la différence des taux monétaires ou à court terme, les taux des marchés obligataires ne dépendent pas directement des décisions des autorités monétaires. Ils s'établissent sur les marchés financiers, où les titres des dettes publiques, abondants⁽²⁾ et très liquides, sont constamment échangés par des agents désirant préserver la valeur de leur épargne, ou de l'épargne dont ils gèrent la rentabilité⁽³⁾. Le prix d'équilibre, différent du prix facial⁽⁴⁾ détermine le taux de rendement du titre et donc le taux d'intérêt à son échéance. Réciproquement, le taux de rendement d'un titre donné à une échéance donnée est une mesure du prix d'équilibre de ce titre à la date où il est échangé. Il faut noter à ce sujet que ce prix porte sur un stock, et non, comme c'est le cas pour la plupart des biens et services⁽⁵⁾, sur un flux. L'équilibre offre-demande est lui-même lié à l'équilibre *ex ante* entre épargne et investissement.

...mais aussi anticipations des taux courts

Le jeu des anticipations et les arbitrages introduisent cependant un lien avec les politiques monétaires futures, à travers les taux d'intérêt à court terme futurs. En l'absence de coûts de transaction (ceux-ci sont très faibles, en raison de l'ampleur des volumes échangés), il est possible à un opérateur désireux de placer son épargne à un horizon de

dix ans de choisir à chaque instant entre deux stratégies de placement extrêmes : acheter un titre long à échéance de dix ans, ou acheter un titre court, par exemple à échéance de six mois, puis le vendre au bout de six mois et renouveler cette opération vingt fois. Le taux d'intérêt à long terme révèle ainsi les anticipations sur la séquence des taux d'intérêt à court terme futurs.

Il est ainsi possible d'apporter deux éclairages complémentaires à la hausse des taux longs allemands en 1990. Du point de vue de l'équilibre épargne investissement, la même offre de capitaux (l'épargne) devait se trouver confrontée à une demande supérieure, correspondant au financement par le déficit budgétaire allemand des frais de l'unification. En plaçant sur le marché un surcroît de titres publics à long terme, l'Etat fédéral allemand faisait baisser leur prix, et donc relevait le taux d'intérêt long. Du point de vue des anticipations de taux courts, le financement par déficit budgétaire de l'unification devait se traduire par une stimulation keynésienne de la demande et des perspectives d'inflation accrue. Les autorités monétaires allemandes ayant un objectif de stabilité des prix, les taux courts étaient appelés à augmenter, ce qui s'est effectivement produit, de 1990 à 1992.

Trois composantes pour le taux nominal

En utilisant ces deux approches simultanément, il est possible, théoriquement du moins, de décomposer le taux long en trois composantes : *le taux d'intérêt réel, les anticipations d'inflation et de variation de change, et la prime de risque*. Cette dernière provient du fait que les investisseurs ont des anticipations en niveau -par exemple sur la séquence des taux courts futurs- tout en prenant en compte l'incertitude sur ces prévisions. A niveau de prévisions inchangé, une plus grande incertitude les incitera à demander une rémunération plus élevée (un prix plus bas). L'incertitude peut porter sur la politique monétaire future (les taux courts anticipés), mais également, pour un investisseur non résident, sur le taux de change anticipé. Aucune de ces composantes n'est directement observable et le taux d'intérêt réel est défini par différence.

Comme on peut l'observer sur le graphique, le choc sur les taux longs n'a pas eu la même ampleur selon les pays. L'augmentation des taux est la plus faible au Japon, avec 76 points de base entre le quatrième trimestre de 1993 et le mois de juin 1994, et la plus forte au Royaume-Uni (198 points), où les taux longs se sont rapprochés des taux italiens. Parmi les pays dont les monnaies participent au mécanisme de taux de change du SME, la hausse la plus faible (113 points) s'est produite en Allemagne.

Une hausse du taux d'intérêt mondial ?

Une partie de la hausse générale des taux nominaux provient probablement des *taux d'intérêt réels*. En effet, les perspectives de croissance ont été revues à la hausse pour l'ensemble des pays industrialisés, au cours des derniers mois, si l'on se réfère, par exemple, au consensus publié

(1) Le développement des marchés à terme permet de prendre des positions sur des obligations publiques en immobilisant une fraction seulement de ces positions. C'est l'effet de levier.

(2) Près de 60 % du PIB de l'OCDE.

(3) Les fonds de pensions de retraite japonais, américains et anglais sont parmi les plus importants de ces derniers.

(4) Ce dernier est lié au rendement fixe offert lors de l'émission. Selon que le prix d'équilibre d'une obligation est supérieur ou inférieur au prix d'émission, le taux de rendement implicite de ce titre est respectivement inférieur ou supérieur au taux d'intérêt facial.

(5) Les marchés immobiliers, et certains marchés de matières premières (or notamment), partagent cette particularité.

par *The Economist*. Les révisions les plus fortes concernent les Etats-Unis et l'Allemagne (près de 1 point de croissance) puis la France et l'Italie (+0,7 point). Par ailleurs, la très forte croissance en Asie du sud-est ne se dément pas, alors qu'on escomptait un ralentissement. Les marchés anticipant une plus forte croissance mondiale, misent sur une plus forte demande de capitaux. A offre de fonds (épargne) inchangée, ceci entraîne une hausse des taux réels et, à prime de risque et anticipations d'inflation inchangées, des taux nominaux. Comme le taux d'intérêt réel devrait peu différer d'un pays à l'autre, en raison de la forte mobilité des capitaux, la révision des anticipations de croissance expliquerait ainsi une partie *commune* de la hausse des taux nominaux.

En revanche, selon les divers *consensus* disponibles, les *anticipations d'inflation* n'ont guère varié, légèrement révisées à la baisse pour 1994, et marginalement à la hausse pour 1995. Il est toutefois possible que le risque d'inflation au niveau mondial (que pourrait préfigurer la récente hausse du prix des matières premières) soit pris plus au sérieux par les gérants de fonds que ne l'indiquent les prévisions moyennes. Par ailleurs, il est rationnel que les pays les plus avancés dans le cycle conjoncturel, et où la croissance rejoint ou dépasse son rythme tendanciel (Royaume-Uni, Etats-Unis) soient considérés comme présentant des risques inflationnistes accrus à moyen terme. Ce sont d'ailleurs deux des pays où la hausse des taux nominaux a été la plus forte.

Le même raisonnement ne peut être appliqué aux pays d'Europe continentale, qui sortent seulement du creux conjoncturel et où l'importance des capacités inemployées rend peu crédible un risque inflationniste de même ampleur. Tout au plus, le calendrier des taux courts futurs a été probablement avancé, ce qui paraît bien insuffisant à expliquer l'ampleur de la hausse⁽⁶⁾.

La révision des anticipations d'inflation explique probablement une certaine fraction de la hausse générale des taux nominaux, et certaines particularités, mais rend mal compte de la différenciation entre les pays.

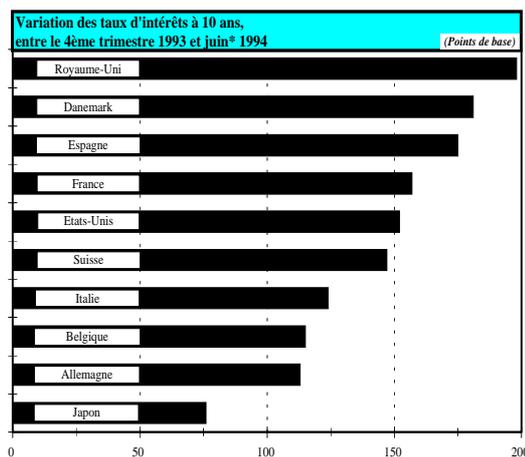
Primes de risque

Une partie importante de la hausse des taux nominaux doit donc être attribuée à *une augmentation de la prime de risque*. De fait, la volatilité des marchés obligataires s'est considérablement accrue depuis le mois de février. Si le risque (en terme de variance du prix des obligations, par exemple) est estimé à partir des observations passées, la prime de risque s'est effectivement accrue. On peut cependant s'interroger sur l'origine de cette volatilité accrue des marchés financiers. Outre les facteurs techniques déjà cités (effet de levier...), l'hétérogénéité des agents peut y contribuer : en période de modification des anticipations, la variance des prévisions de croissance et d'inflation est plus élevée.

Ce facteur ne paraît pas *a priori* discriminant entre les pays. En revanche, et toutes choses égales par ailleurs, la crédibilité des politiques monétaires peut être discriminante, comme le montre la comparaison entre les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Dans ces deux pays, la croissance est bien établie, et révisée à la hausse. Elle s'accompagne d'un risque inflationniste accru (pour l'instant indécélable) et d'une dégradation des comptes extérieurs. Mais alors qu'aux Etats-Unis la Réserve fédérale a déjà relevé ses taux courts de façon significative, le gouvernement britannique n'excluait pas, jusqu'à ces toutes dernières semaines, une nouvelle baisse de taux, malgré l'avis du

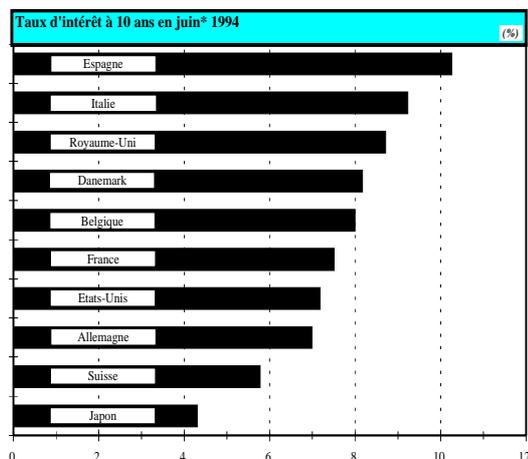
(6) A titre indicatif, si la hausse de taux courts futurs associée à la sortie de récession est de 300 points de base en moyenne, et si le calendrier de cette hausse était avancé d'un an, l'impact sur les taux longs à 10 ans devrait être de 30 points de base.

(7) G7 hors Japon, pour lequel les écarts entre prévisionnistes proviennent de normes comptables différentes.



* Moyenne des taux quotidiens du 1^{er} au 23 juin.

Source : WEFA, taux à 10 ans des obligations d'Etat.



gouverneur de la Banque d'Angleterre. A situation macroéconomique égale, cette situation entraîne une plus grande incertitude sur les taux courts futurs, c'est à dire une prime de risque plus élevée.

Le niveau des déficits budgétaires futurs et l'incertitude sur leur évaluation contribuent enfin pour une part importante à la prime de risque. Ainsi, les prévisions publiées en mai 1994 par *Consensus Economics* pour le déficit budgétaire agrégé de six des principaux pays industrialisés⁽⁷⁾ vont de 400 milliards de dollars à 600 milliards pour l'année 1995. Sur ce champ, pourtant restreint, cette fourchette représente environ 2% du stock des obligations publiques émises par les pays de l'OCDE. Certains écarts entre pays peuvent être rapprochés des orientations budgétaires. Ainsi, la forte hausse des taux au Danemark est probablement liée à l'orientation budgétaire de plus en plus stimulante affichée dans ce pays. A l'opposé, la hausse relativement faible en Italie pourrait être le signe d'une crédibilité croissante du programme d'ajustement structurel des finances publiques, amorcé à l'été 1992, et maintenu en 1993.

En l'absence de modélisation explicite, il est difficile de hiérarchiser les facteurs de hausse que l'on vient d'évoquer. Si, par exemple, des anticipations d'inflation accrue expliquaient la majeure partie de la hausse des taux longs européens, une correction pourrait intervenir au fur et à mesure que l'inflation se réduira en Allemagne. Si l'essentiel de la hausse provenait des primes de risque, la correction pourrait venir d'une meilleure crédibilité des politiques économiques, et peut-être plus encore d'une réduction de l'incertitude qui pèse aujourd'hui sur l'évolution du taux de change du dollar.