

# Stocks

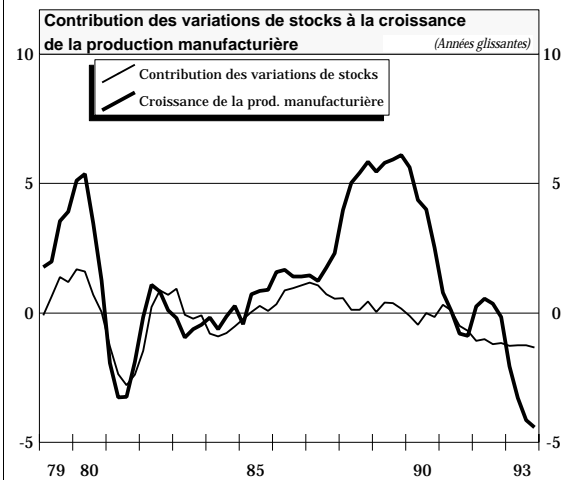
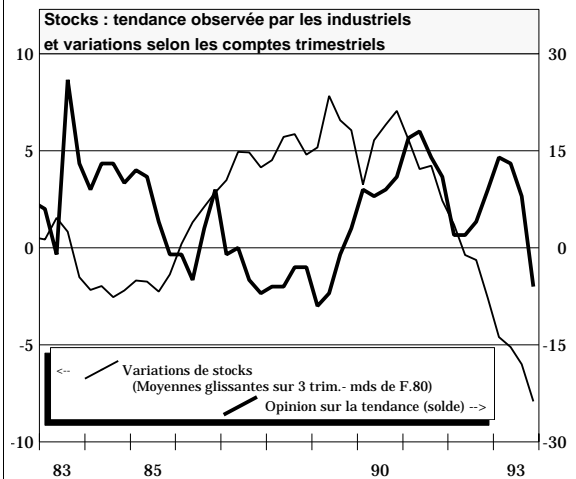
L'année 1993 semble avoir marqué le point culminant des mécanismes d'ajustement des stocks. En effet, alors qu'en 1992 les diverses enquêtes de conjoncture témoignaient d'un alourdissement des stocks de produits finis, (qu'un début de déstockage au second semestre ne suffisait pas à modérer), la poursuite accélérée de ce déstockage en 1993 s'est traduite, à partir du milieu de l'année, par une amélioration progressive de l'opinion des chefs d'entreprise sur le niveau de leurs stocks. La convergence des résultats tirées de plusieurs sources d'information - enquête stocks en valeur, enquêtes mensuelle et trimestrielle dans l'industrie, enquête trésorerie - souligne le caractère massif et volontaire du déstockage observé, même si des incertitudes demeurent quant à sa quantification.

En 1993, le déstockage de produits finis (plus de 20 Mds de F 1980) a contribué négativement à l'évolution de la production manufacturière (-1,3 point). L'ampleur du mouvement déjà observé sur deux années, le redressement de l'opinion des industriels tant sur le niveau de leurs stocks que sur leurs anticipations de demande, ainsi que la stabilisation puis le redémarrage progressif de l'activité au second semestre devraient se traduire par une réduction au cours des prochains trimestres

du déstockage et une atténuation de sa contribution négative.

Au niveau macro-économique, la poursuite du déstockage amorcé en 1992 s'explique par la chute rapide de la demande fin 1992 et début 1993, qui a fait pleinement jouer les mécanismes décélérateurs. Par ailleurs, l'absence de contraintes de capacité, ainsi que l'atonie des anticipations de demande, ont conforté les industriels dans leur souci d'allègement des charges d'exploitation (et donc des stocks), assurés qu'ils étaient de pouvoir répondre sans délais à une éventuelle reprise des commandes.

En 1993, le déstockage a contribué à la réduction des besoins en fonds de roulement des entreprises et donc à l'amélioration rapide de leur trésorerie, que l'on a pu commencer à observer dans l'enquête «Trésorerie» de décembre 1993, tout particulièrement auprès des grandes entreprises (plus de 500 salariés). Le coût élevé du stockage dans une période de dégradation des affaires, son coût d'opportunité en période de taux d'intérêt à court terme élevés, ainsi que les anticipations de baisse des prix dans certains secteurs (informatique et automobile) sont autant de facteurs qui ont pu inciter les entreprises à maintenir une



gestion de leurs stocks à flux aussi tendus que possible.

Dans le commerce de gros et de détail, les stocks jugés souvent faibles ou normaux auraient également décliné, mais de façon moins massive que dans l'industrie. A l'échelle européenne enfin, on observe chez les industriels des principaux partenaires de la France la même inflexion à la baisse du jugement sur les stocks et la même perception des premiers effets de leurs efforts d'ajustement à partir du second semestre de 1993. ■

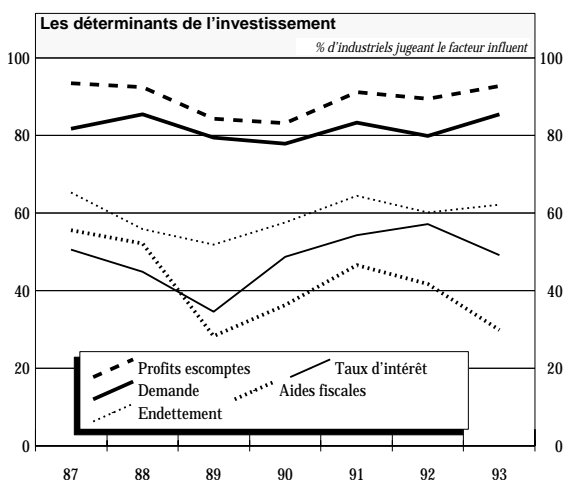
## STOCKS DE PRODUITS MANUFACTURÉS

1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993		1993			
								1er T	2ème T	3ème T	4ème T
16,8	23,2	25,6	23,1	11,6	-7,6	-29,2	Variations de stocks en Mds de F 1980	-6,1	-3,4	-8,5	-11,3
0,5	0,4	0,2	-0,2	-0,7	-1,2	-1,3	Contribution des variations de stocks à la croissance de la production manufacturière	-0,1	0,7	-1,3	-0,7

# Investissement

Les investissements productifs se sont encore fortement contractés en 1993 (-7 à -8% en volume). Si les grandes entreprises nationales ont stabilisé leurs investissements, il n'en est pas de même des secteurs concurrentiels qui ont, tous, participé à la diminution, en particulier le tertiaire qui a connu une baisse marquée après avoir jusque-là résisté. Cette diminution des dépenses d'investissement explique ex post la nouvelle progression du taux d'autofinancement des entreprises.

**L'insuffisance des perspectives de demande et de profits a constitué, encore en 1993, un obstacle à l'investissement plus important que les contraintes financières.**



Depuis 1991, les entreprises ont réagi vivement à la modification du contexte économique en comprimant brutalement leurs investissements et en privilégiant ceux qui améliorent la productivité. Cet ajustement est bien pris en compte par un modèle accélérateur qui stipule qu'une dégradation progressive de l'activité se traduit de manière amplifiée sur les décisions d'accroissement des capacités de production. Le passage aux investissements de modernisation, plus liés à des objectifs d'efficacité du capital et de rentabilité, est alors apparu comme une stratégie défensive des entreprises face à la détérioration de la conjoncture. Mais ces dépenses de modernisation ont, elles aussi, été touchées en 1993.

Les mesures prises en faveur des entreprises et la baisse des taux d'intérêt à court terme n'ont pas suffi à enclencher une reprise de l'investissement. Les PME, surtout endettées à taux fixes, ne ressentent en effet qu'avec retard les effets d'une baisse de taux. Plus que le niveau de ces derniers, dont la baisse a néanmoins permis d'alléger les charges financières, c'est la disponibilité du crédit qui aura pesé sur les entreprises, en particulier les petites, les établissements de crédit observant une certaine prudence dans l'octroi de crédits de trésorerie.

## Nouveau recul de l'investissement industriel

C'est dans le secteur de l'industrie que le recul a été le plus marqué en 1993 (-16% en volume aux prix de l'année précédente). Depuis 1991, les industriels révisent régulièrement leurs prévisions d'investissement à la baisse. Ce fut encore le cas pour les dépenses prévues pour 1993.

La baisse des taux n'aura guère eu d'effet observable sur les décisions d'investissement dans l'industrie en 1993. Les entreprises industrielles disposaient d'une marge de manoeuvre suffisante en terme de capacité de production pour répondre à un éventuel accroissement de la demande, les taux d'utilisation se situant autour de 80%. L'insuffisance des perspectives de demande et de profits a constitué, encore en 1993, un obstacle plus important que les contraintes financières.

Tous les secteurs manufacturiers ont réduit leurs investissements en 1993. Particulièrement celui des biens intermédiaires qui procède depuis 1991 à de forts ajustements de capacité sous les effets conjugués de la faiblesse de la demande liée à la baisse de l'activité, du plan communautaire de réduction des capacités dans la sidérurgie, de la concurrence des pays de l'Est, de la chute de la demande (fonderie, caoutchouc et plastique) et de la réduction des consommations agricoles d'engrais (chimie). Le secteur

des biens d'équipement professionnel est, quant à lui, affecté par la baisse de l'investissement dans les autres activités manufacturières. Dans le secteur de l'automobile le recul aurait été marqué en 1993 (-16%) après les forts investissements de productivité consentis en 1992. La proportion d'industriels de ce secteur jugeant leurs capacités de production excédentaires a beaucoup augmenté depuis fin 1992.

### Le tertiaire à son tour affecté

Jusqu'ici moins affecté par la baisse de l'investissement, le tertiaire aurait particulièrement réduit ses dépenses d'équipement en 1993 et ainsi fortement contribué à la baisse de l'investissement productif total. Le secteur des transports serait

## INVESTISSEMENT PRODUCTIF DES ENTREPRISES

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

Secteurs (et pondérations <sup>(1)</sup> )	1989	1990	1991	1992	1993 <sup>(2)</sup>
Grandes Entreprises Nationales (15 %)	-1,7	3,9	7,7	-1,5	0
Entreprises du secteur concurrentiel (85 %)	11,2	4,3	-4,5	-6,9	-9,5
Agriculture (5 %)	9,9	1,7	-14,6	-10,5	-8
Industrie (30 %)	7,6	7,8	-8,2	-12,3	-16
Commerce-Services (46 %)	13,2	4,2	-0,5	-2,7	-6
Bâtiment-Travaux publics (4 %)	19,9	-16,6	-2,8	-7,5	-6
<b>Ensemble des entreprises (SQS-EI)</b>	<b>9,2</b>	<b>4,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-6,1</b>	<b>-8</b>

(1) Structure de l'investissement en valeur en 1992

(2) Estimations

particulièrement touché, avec une forte contraction de ses achats de véhicules utilitaires. Différents indicateurs convergent dans le sens d'une baisse de l'investissement du tertiaire : diminution des immatriculations de véhicules utilitaires, baisse des mises en chantier de commerces et bureaux et mauvaise orientation du jugement des grossistes sur les ventes de biens d'équipement

professionnels destinés au tertiaire.

Dans le BTP, les plans de relance n'ont pas eu d'effets significatifs sur l'investissement en 1993, qui aurait encore diminué. Diminution que l'on retrouverait également dans l'agriculture (voir l'effondrement de la demande de prêts bonifiés). ■

## Les déterminants de l'investissement : accélérateur et profitabilité

Les déterminants traditionnellement invoqués pour expliquer la décision d'investir peuvent être classés en deux grandes catégories. D'une part, les facteurs d'offre qui font intervenir les rendements futurs escomptés, parfois comparés aux coûts de financement ou aux rendements des marchés financiers ; d'autre part, les différentes contraintes qui pèsent sur l'entreprise : contraintes de financement ou de liquidité et contraintes de débouchés. On modélise ces dernières au travers de l'*accélérateur* ou taux de croissance anticipée de la demande, qui se révèle surtout pertinent pour les dépenses d'investissement liées à l'accroissement des capacités.

### UN MODÈLE ACCÉLÉRATEUR FLEXIBLE

Dans ce modèle, les débouchés anticipés pour les années à venir déterminent le stock de capital désiré.

Sous certaines hypothèses sur la fonction de production, le stock de capital désiré  $K_t^*$  à la fin de la période  $t$  ne dépend plus que des débouchés anticipés  $Q_{t+1}^*$  pour la période suivante : c'est le modèle d'*accélérateur flexible*. Par ailleurs, l'investissement est lié au capital par la relation comptable :

$$K_t = K_{t-1} + I_t - \delta K_{t-1}$$

où  $\delta$  est le taux de dépréciation du capital. Ainsi, l'investissement dépend de la variation de la demande anticipée  $Q_{t+1}^* - Q_t$  (d'où le terme d'*accélérateur*) et du remplacement des équipements : il répond donc violemment aux changements de taux de croissance, un simple ralentissement de la croissance des débouchés anticipés conduisant à une baisse de l'investissement.

On modélise la demande anticipée en faisant l'hypothèse que l'entreprise anticipe la demande  $Q_{t+1}^*$  à partir des seules observations passées  $Q_{t-s}$  de cette dernière. Sous diverses hypothèses simplificatrices, le modèle peut alors être représenté sous une forme auto-régressive :

$$I_t K_{t-1} = a_0 + a_1 I_{t-1} K_{t-2} + a_2 \Delta Q_t Q_t$$

L'estimation de ce modèle à partir des données annuelles sur l'industrie manufacturière dans la Comptabilité Nationale sur la période 1970-1992 aboutit aux résultats suivants :

$$I_t K_{t-1} = 0,017 + 0,666 I_{t-1} K_{t-2} + 0,00148 \Delta Q_t Q_t$$

(4,1)                      (10,7)                      (5,9)

$$DW=2,2 \text{ et } R^2=0,92 \quad S=0,0037$$

où :

$I_t$  est la FBCF productive.

$K_t$  représente le stock de capital productif en fin d'année.

$\Delta Q_t / Q_t$  représente la croissance de la production.

(Les paramètres de l'équation sont non contraints. Les résultats obtenus correspondent aux estimations usuelles de l'*accélérateur* sous forme de taux d'accumulation).

Ce modèle aurait prévu dès 1990 une baisse de l'investissement sous l'effet du ralentissement de la production. Or la baisse des dépenses n'est intervenue qu'en 1991, ce qui suggère d'introduire d'autres indicateurs de débouchés, comme les taux d'utilisation, qui se maintenaient à des niveaux élevés en 1990. Pour 1993 en revanche, l'effet amplificateur des variations de la demande joue fortement et la chute très marquée est bien prévue. Grâce à l'enquête sur l'investissement industriel nous disposons de données sur la destination des dépenses d'investissement engagées par l'industrie. Nous pouvons donc réestimer le modèle en différenciant les investissements de capacité et ceux de modernisation. On constate alors que le modèle accélérateur explique assez bien les dépenses liées à l'accroissement de la

capacité, mais est mal approprié pour les investissements de modernisation. L'introduction de variables liées à la rentabilité du capital de l'entreprise permet d'améliorer notablement l'estimation de ces derniers. De tels investissements seraient donc plus justifiés par des considérations de *profitabilité*.

### UNE MESURE DE LA PROFITABILITÉ DES ENTREPRISES

Qu'il y ait ou non contrainte de débouchés, les entreprises ne peuvent s'engager dans des investissements dont le rendement est insuffisant comparé au coût de financement ou, dans certains cas, à des placements équivalents sur les marchés financiers. C'est pourquoi un critère important de la décision d'investissement est la profitabilité du capital productif qui mesure l'écart entre le rendement futur du capital installé et un taux de rendement financier. En l'absence de contraintes, la profitabilité suffit à expliquer le volume d'investissement car elle synthétise les

gains et les coûts liés à la décision d'investir. En revanche, quand l'entreprise est contrainte dans ses débouchés ou dans ses modes de financement, des facteurs rendant compte de ces contraintes doivent également être introduits.

On définit la profitabilité comme la valeur présente des rendements futurs espérés et on montre qu'elle peut être décomposée comme somme de trois termes (1) :

- le taux de rendement courant du capital productif (EBE après impôts / stock de capital) actualisé à taux constant sur toute la période (c'est une mesure "naïve", statique de la profitabilité) ;

- une mesure des variations anticipées des taux d'intérêt réels de long terme ;

- une mesure des variations anticipées des taux de rendement du capital.

L'indicateur de profitabilité a été calculé sur données trimestrielles pour le champ des SQS-EI à partir d'une modélisation vectorielle autorégressive des taux d'intérêt réels et des taux de rendement. Après une forte remontée durant les années 1980, due au redressement des profits des entreprises malgré des taux d'intérêts réels particulièrement élevés, la profitabilité adopte un profil plus cyclique après 1990. Elle s'établit néanmoins en 1993 à un niveau satisfaisant et qui devrait remonter, le mode de construction choisi n'intégrant qu'avec retard les baisses récentes des taux d'intérêt à long terme.

Estimée à partir de données trimestrielles sur la période 1970-1993, une relation stable relie à long terme taux d'accumulation et profitabilité. Une description complète des fluctuations de court terme de l'investissement devrait prendre en compte les différentes contraintes qui pèsent sur l'entreprise, et ferait donc à nouveau intervenir une mesure de l'*accélérateur*.

Plus généralement, suivant les types d'investissements, certaines entreprises peuvent se trouver plus fortement soumises à des contraintes de la demande, d'autres à des contraintes d'offre (comme la profitabilité). Au niveau agrégé, les proportions respectives varient ; la robustesse des modèles accélérateurs comme les réponses des chefs d'entreprise aux enquêtes de conjoncture suggèrent que c'est la première contrainte qui est actuellement la plus forte.

(1) L. Bloch, B. Coeuré, "Profitabilité, investissement des entreprises et chocs financiers" à paraître dans *Economie & Statistique*, n° 268-269 (1994)

# Production

En 1993, la production marchande aux prix de 1980 a reculé de 1,4% en moyenne annuelle. Cette évolution masque un profil contrasté : à la forte diminution enregistrée au premier trimestre (-1%), et venant après trois trimestres consécutifs de baisse, a succédé une croissance modérée à partir du printemps. L'essentiel de ce regain provient de l'énergie, des services et de l'agro-alimentaire. La production manufacturière, dont la chute avait fortement contribué à creuser la récession, a enregistré, à partir du deuxième trimestre, des évolutions heurtées et sectoriellement disparates : alors que l'automobile reculait à nouveau en fin d'année, les biens d'équipement connaissaient un léger mieux.

## Recul puis stabilisation dans l'industrie manufacturière

En moyenne annuelle, la production dans l'industrie manufacturière a diminué de 4,4% en volume en 1993. L'activité, qui s'était fortement contractée à la fin de 1992 et au début de 1993, a eu tendance à se stabiliser en cours d'année, pour se détériorer à nouveau au dernier trimestre.

Ce mouvement est à mettre directement en relation avec l'évolution de la demande adressée aux industriels. Les besoins en produits intermédiaires ont

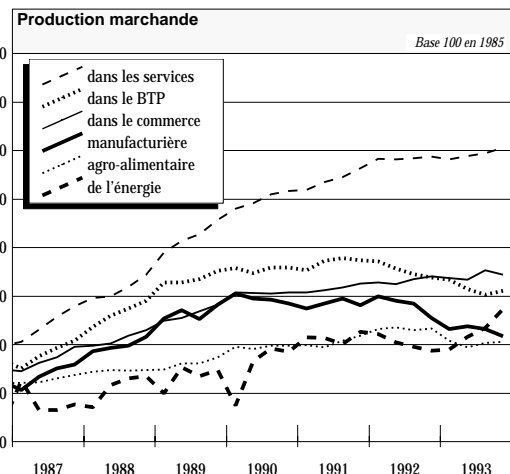
été moins intenses du fait du recul général de l'activité économique. L'investissement en produits manufacturés a continué à se réduire au premier semestre avant de retrouver au second une évolution positive liée à l'amélioration des perspectives retracée dans les enquêtes de conjoncture. La consommation des ménages en produits manufacturés a connu un brusque recul en début d'année, puis a retrouvé un certain dynamisme au cours de l'été avant de finir en repli. Les exportations, en retrait au premier semestre, se sont raffermies en fin d'année, ce qui n'a pas suffi, toutefois, à compenser la faiblesse de la demande intérieure. Ces résultats se retrouvent dans les enquêtes de conjoncture : selon les industriels interrogés, leurs carnets de commandes globaux sont restés très dégarnis tout au long de l'année alors que ceux d'origine étrangère ont connu une lente amélioration à partir de la mi-1993. Quant aux stocks de produits finis, jugés particulièrement lourds en début d'année, ils ont largement contribué au ralentissement de la production, les entreprises ayant procédé à des déstockages massifs. En fin d'année, l'opinion des industriels en la matière se révèle cependant moins défavorable.

Aujourd'hui, les entreprises du secteur manufacturier disposent de capacités productives largement excédentaires. Le taux d'utilisation des équipements, inchangé à un bas niveau au cours des trois premiers trimestres, est remonté en fin

d'année : selon les enquêtes trimestrielles dans l'industrie, il s'est établi à 80,2% en janvier 1994, contre 79,5% en octobre 1993.

Avec un recul d'environ 9% en moyenne annuelle de la production, l'automobile et le matériel de transport terrestre ont connu une année noire en 1993. La demande intérieure est restée très déprimée tout au long de l'année, les immatriculations de voitures neuves en France ayant chuté de plus de 18%. Du fait du marasme du marché européen, la demande étrangère s'est montrée également peu dynamique. Le taux d'utilisation des capacités a atteint dans ce contexte un niveau très bas (75,6% en moyenne en 1993). Dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement professionnel, la contraction de l'activité est intervenue plus tôt que dans les autres secteurs (dès la mi-1992). La stabilisation a été également plus précoce, puisqu'elle a débuté au deuxième trimestre de 1993. D'après les enquêtes de conjoncture, les carnets de commandes globaux et étrangers ont eu tendance à se regarnir progressivement et les stocks ont paru se dégonfler dès le printemps de l'année dernière. La production des biens de consommation, aux évolutions plus lisses, a mieux résisté à la

La production marchande est repartie à la hausse au printemps 1993, grâce à l'énergie, à l'agro-alimentaire et aux services.



contraction de l'activité économique. Soutenue au cours de l'été par le dynamisme de la consommation des ménages en produits manufacturés, elle a toutefois été affectée par son repli en fin d'année.

## Amélioration dans le commerce

Après une dégradation à la fin de l'année 1992, les chiffres d'affaires du commerce de gros redressent au premier trimestre 1993 puis se stabilisent en milieu d'année. Pour les quatre derniers mois de l'année, les enquêtes de conjoncture mettent en évidence un léger regain d'activité dans le commerce de gros de biens d'équipement et de biens intermédiaires (pour l'industrie notamment), dû à une légère amélioration de la demande dans l'industrie et le BTP. En revanche, le manque de dynamisme de la consommation des ménages en produits manufacturés s'est traduit par

une dégradation des ventes de biens de consommation non alimentaires. Depuis le second semestre, l'opinion des grossistes sur l'évolution de leurs prix de vente se redresse, après avoir atteint un niveau particulièrement bas.

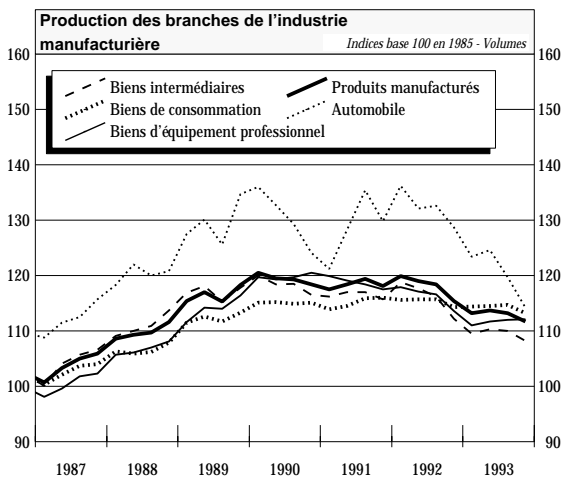
L'activité dans le commerce de détail a globalement suivi l'évolution de la consommation des ménages : hausse en janvier, dégradation jusqu'en mars, stabilisation en mai-juin, regain au cours de l'été (notamment dans le grand commerce). Interrogés dans le cadre des enquêtes de conjoncture, les détaillants étaient pourtant assez peu satisfaits de leurs ventes en juillet-août, ce qui peut s'expliquer par l'évolution des prix, qu'ils jugeaient orientés à la baisse. Pour les derniers mois de l'année, on observe à travers les enquêtes de conjoncture des évolutions différentes selon les formes de distribution, sans doute révélatrices du comportement des consommateurs : amélioration de l'activité dans le commerce non spécialisé, en particulier dans les hypermarchés, la vente par correspondance et l'alimentation générale de grande surface ; dégradation, en revanche, dans le commerce spécialisé avec, notamment, un essoufflement dans le secteur de culture-loisirs-luxe (plutôt dynamique jusque là) et un recul particulièrement sensible dans le secteur de l'habillement-textile.

prises ont été les plus touchés par la récession industrielle. C'est notamment le cas pour la prestation de personnel temporaire dont l'activité a chuté dès le début de l'année pour se stabiliser ensuite à un niveau inférieur d'environ 10% à celui de 1992.

Dans les transports, l'activité a également fortement baissé au premier trimestre, avant de se redresser au deuxième puis de se stabiliser sur la fin de l'année à un niveau plus bas qu'en 1992. Sur l'ensemble de l'année, les transports terrestres de marchandises ont subi un recul assez important (-5,3% en tonnes-kilomètres). Qu'il s'agisse des transports ferroviaires ou des transports routiers, le profil d'évolution est identique : situation plus favorable en milieu d'année (effet mécanique de rattrapage après un début d'année particulièrement difficile) suivie d'un maintien en fin d'année. Mais le recul sur l'ensemble de l'année est plus important pour les premiers (-8,9%) que pour les seconds (-3,2%). L'enquête d'opinion auprès des transporteurs routiers de marchandises de l'Observatoire Economique et Statistique des Transports montre un regain d'activité au quatrième trimestre de 1993, notamment en ce qui concerne le trafic international.

La situation semble moins dégradée dans certains secteurs de services logistiques tel que le nettoyage industriel qui a continué de progresser sensiblement. Les services aux ménages ont été, quant à eux, affectés par le ralentissement de la consommation, notamment les hôtels-café-restaurants dont l'activité a décliné tout au long de l'année 1993 malgré une compression des prix. Enfin, l'activité des secteurs liés à l'immobilier semble avoir cessé de se détériorer depuis le milieu de l'année dernière.

La production manufacturière a connu, à partir du deuxième trimestre 1993, des évolutions sectoriellement disparates : nouveau recul dans l'automobile, léger mieux dans les biens d'équipement.



## Les services ont contribué à soutenir l'activité au second semestre

En 1993, la production de services a moins progressé, en moyenne annuelle, que l'année précédente (+0,6% après +3%). Elle a néanmoins contribué au soutien de l'activité. Les services aux entre-

## PRODUCTION MARCHANDE PAR BRANCHE

(taux d'évolution en %)

Glissements annuels			Moyennes annuelles				Glissements semestriels					
1991	1992	1993	1991	1992	1993		1991		1992		1993	
							1er S	2nd S	1er S	2nd S	1er S	2nd S
1,9	1,3	-2,4	0,9	2,5	-2,6	Agro-alimentaire	-0,4	2,2	1,5	-0,2	-3,4	1,1
3,9	-3,5	7,9	5,7	-1,1	2,4	Énergie	2,7	1,2	-2,0	-1,6	2,7	5,1
-0,2	-2,3	-3,3	-0,9	-0,1	-4,4	Produits manufacturés	0,0	-0,3	0,7	-3,0	-1,5	-1,8
-0,7	-3,0	-3,5	-1,6	-0,2	-5,8	Biens intermédiaires	0,4	-1,1	1,8	-4,7	-1,6	-1,9
-2,5	-3,3	-1,3	-0,9	-2,0	-4,0	Biens d'équipement	-1,1	-1,4	-0,3	-3,0	-1,7	0,4
4,7	-0,9	-11,2	-1,4	2,9	-9,0	Automobile et matériel de transport	3,3	1,3	1,7	-2,5	-3,2	-8,3
0,6	-0,9	-1,6	0,3	0,5	-1,2	Biens de consommation courante et biens d'équipement ménager	-0,6	1,3	-0,1	-0,8	-0,4	-1,2
1,2	-2,8	-2,2	1,1	-1,3	-3,0	Bâtiment-Travaux publics	1,1	0,1	-1,3	-1,5	-1,9	-0,3
1,5	1,2	0,3	0,8	1,4	0,8	Commerce	0,3	1,2	-0,1	1,2	-0,5	0,8
3,2	1,7	1,2	2,9	3,0	0,6	Services	1,3	1,9	1,3	0,4	0,1	1,1

## Regain en fin d'année pour le BTP

L'année 1993 est marquée par un recul sensible de l'activité du BTP : 3,0%, après un repli de 1,3% en 1992. L'amélioration très nette de la fin de l'année, dans le secteur du logement notamment, n'a pas suffi à compenser la forte détérioration du premier semestre.

Avec 256 500 logements neufs mis en chantier (-7,9% par rapport à 1992) l'année écoulée est, pour le logement, la plus mauvaise depuis la Seconde Guerre Mondiale. Toutefois, la tendance laisse à penser que le creux de la vague est passé : les 71 000 logements mis en chantier au dernier trimestre représentent une progression de 17,4% par rapport au trimestre précédent, lui-même déjà en hausse de 8,4%. L'entretien-amélioration a mieux résisté que les autres travaux, en particulier dans le logement grâce aux courants d'ordres émanant des offices HLM, des établisse-

ments publics et parfois des particuliers, tentés par les incitations fiscales du plan de relance.

Les surfaces de bâtiments non résidentiels mises en chantier ont enregistré en 1993 un recul de 17,5%. Contrairement au logement, le quatrième trimestre n'a pas été celui de la reprise, mais seulement celui d'un arrêt de la dégradation (-0,4% par rapport au trimestre précédent). Le secteur des bureaux aura particulièrement souffert de la crise, avec une diminution des surfaces mises en chantier de 30% en 1993. La présence d'un stock toujours important a freiné le lancement de nouvelles opérations (on observe même la quasi-disparition de la construction de bureau en «blanc», c'est-à-dire n'ayant pas d'acquéreur).

## Diminution de la production agricole

La nouvelle Politique Agricole Commune, décidée en mai-juin 1992, est entrée en application le 1er

juillet 1993. Ses effets ont été sensibles dans le secteur des grandes cultures (céréales, oléagineux et protéagineux) notamment sur les quantités produites.

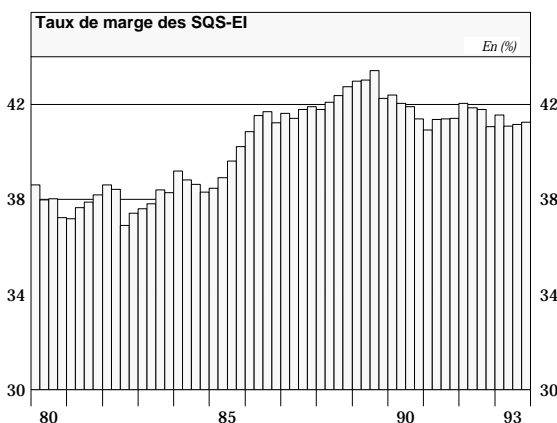
En volume, aux prix de 1980, la production agricole a diminué de 4,6%. Plus de la moitié de cette baisse serait due à l'impact de la nouvelle PAC (suite au gel des terres, les surfaces consacrées aux céréales ont reculé de plus de 8% et celles consacrées aux oléagineux de 18%). La diminution des autres productions végétales est liée à des conditions météorologiques un peu moins favorables que l'année précédente (fruits et vins) ou à une diminution des superficies (pommes de terre). La production bovine a diminué en volume, (mais le prix moyen a progressé légèrement). En revanche, la forte augmentation de la production porcine a entraîné une chute des cours. La production laitière n'a que légèrement diminué, le cheptel laitier s'étant maintenant ajusté aux quotas et les producteurs ayant un meilleur contrôle sur leurs rendements. ■

# Résultats des entreprises

## Amélioration relative des conditions d'exploitation

En 1993, les prix de production ont continué à ralentir dans l'ensemble des entreprises non financières (ENF) (+0,9% après +1,1%, en moyenne annuelle), certaines branches amont, (agriculture et biens intermédiaires entre autres) connaissant même des baisses sensibles. Ce ralentissement/diminution des prix de production résulte à la fois d'une augmentation de la concurrence étrangère et d'une diminution des demandes intérieure et extérieure.

Le taux de marge se stabilise.



Désirant, malgré ce handicap, reconstituer ou maintenir leurs marges, les entreprises ont donc été contraintes à un ajustement d'autant plus important des facteurs de production que la faiblesse de la demande pesait sur leurs prix de vente. Elles semblent y être parvenues puisque le taux de marge d'exploitation, après avoir diminué de manière significative au second semestre de 1992 se serait redressé au premier semestre de 1993 puis stabilisé, ceci grâce à un effort de maintien de leurs coûts. Ainsi dans les ENF, le coût unitaire total aurait évolué quasiment au même rythme en 1992 et en 1993 (0,4% puis +0,5% en moyenne annuelle).

Le maintien des coûts de production a été favorisé par la diminution importante du coût des consommations intermédiaires, qui se ressent de la baisse du prix (en francs) des matières premières importées au premier semestre (-5% en glissement) ainsi que de celle des prix de production des biens intermédiaires, pour la quatrième année consécutive. S'y ajoute le ralentissement des coûts salariaux résultant des destructions d'emplois, du recours accru au chômage partiel et de la décélération des salaires de bases : dans les ENF,

la forte augmentation de ces coûts au second semestre de 1992 (+2,2% en glissement) a ainsi fait place à un ralentissement tout au long de 1993.

Ce mouvement traduit tout à la fois un ralentissement des taux de salaire horaires et une diminution de l'emploi, elle aussi plus marquée sur la première partie de l'année. L'ajustement de l'emploi permet un ralentissement de la masse salariale (+0,4% en moyenne annuelle après +2,6%) et un redressement de la productivité apparente du travail.

Enfin, la hausse des coûts financiers est fortement ralentie en 1993 (+2,3% après +6,5%) sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt, et des efforts de désendettement des entreprises.

Ces contraintes et ces ajustements dans les ENF s'observent de manière encore plus accentuée dans le secteur manufacturier avec une baisse des prix de production (-0,4% en moyenne) et un fort ralentissement des coûts salariaux après la hausse importante de la fin de l'année 1992.

## Revenu en baisse

Dans l'ensemble des sociétés et quasi-sociétés (SQS), ce ralentissement relativement plus fort des coûts de production par rapport aux prix n'est pas suffisant pour redresser l'EBE qui a diminué en 1993 (-1,4%). Cette apparente contradiction s'expliquerait par une baisse importante des subventions d'exploitation versées (1) en 1993 (-18,2%) ainsi que par

(1) Cette baisse est liée à la diminution des subventions d'exploitation entraînées par la réforme de la PAC, à l'arrêt des subventions relatives aux Programme d'Aide à la Qualification et à une réforme du crédit impôt-recherche.



RATIOS DU COMPTE DES ENTREPRISES

(niveaux en %)

1988	1989	1990	1991	1992	1993		1992		1993	
							1er S	2nd S	1er S	2nd S
							<b>SQS et EI :</b>			
52,0	51,3	52,0	52,7	52,4	52,3	- Charges salariales / Valeur ajoutée	52,2	52,6	52,5	52,1
42,2	42,9	41,9	41,3	41,7	41,3	- EBE / Valeur ajoutée	41,9	41,4	41,3	41,2
16,6	17,1	17,2	16,7	15,6	14,5	- Taux d'investissement	15,7	15,5	14,6	14,5
							<b>SQS :</b>			
60,2	59,7	60,5	60,9	60,3	59,9	- Charges salariales / Valeur ajoutée	60,2	60,5	60,2	59,7
33,2	33,5	32,4	32,1	32,7	31,9	- EBE / Valeur ajoutée	33,0	32,3	32,0	31,8
18,2	18,7	18,9	18,3	17,1	15,9	- Taux d'investissement	17,2	16,9	15,9	15,8
19,0	18,1	16,8	17,3	18,3	17,2	- Epargne sur valeur ajoutée	18,9	17,7	16,9	17,5
104,2	96,9	88,9	94,6	107,4	108,4	- Taux d'autofinancement	110,2	104,6	106,0	110,9

l'accélération des impôts à la production (+8,3% après +4,4%)consécutive aux hausses de taxes sur les produits pétroliers et l'alcool.

Le revenu disponible des SQS aurait diminué en 1993, sous l'effet de l'augmentation de l'impôt sur les bénéfices (après deux années de baisse) et des charges nettes d'intérêt qui auraient continué à s'accroître. De même la part des frais financiers nets dans l'EBE des SQS aurait continué à croître l'année dernière en moyenne annuelle. La baisse des taux n'aurait donc pas suffi à améliorer le revenu des entreprises, ce qui indiquerait que les processus d'ajustement des bilans ne sont pas encore achevés, le poids des dettes anciennes contractées à taux élevé se faisant encore sentir (notamment dans les PME qui ont moins de possibilités de renégociation de leurs dettes).

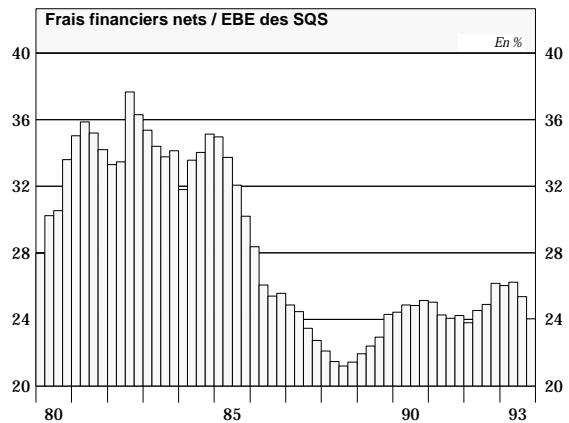
**Un mieux pour les trésoreries**

Après la dégradation observée fin 1992 et début 1993, l'enquête Trésorerie de décem-

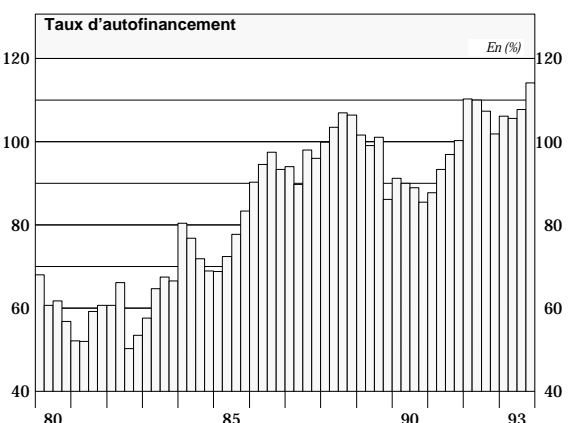
bre dernier fait état d'une amélioration en cours de la situation de trésorerie des entreprises, bien que le niveau atteint soit encore jugé non satisfaisant. Sont cités, comme facteurs ayant contribué à cette amélioration, le fort mouvement de déstockage opéré tout au long de l'année, l'amélioration des résultats d'exploitation, le recul des dépenses d'équipement et enfin, un meilleur contrôle des crédits aux clients. Les mesures de remboursement du décalage d'un mois de TVA, non retracées dans les comptes de flux de la comptabilité nationale, ont également contribué à cette amélioration.

Malgré ces résultats positifs, les défaillances d'entreprises auront augmenté de 9,3% en 1993 particulièrement dans l'industrie, les transports-télécommunications, les hôtels-cafés-restaurants et les services aux entreprises.

En 1993, et pour la deuxième année consécutive, le taux d'autofinancement des SQS aurait dépassé les 100%, dans un contexte de recul des taux d'investissement ainsi que de la FBCF.



**Le poids des charges financières nettes rapporté à l'EBE est en augmentation en moyenne annuelle.**



**Pour la deuxième année consécutive, le taux d'autofinancement est supérieur à 100%.**

## Structure financière des entreprises : un diagnostic délicat sur la période récente

Alors même que le taux d'endettement est l'un des principaux indicateurs des contraintes financières qui pèsent sur les entreprises, la confrontation des différentes sources statistiques rend difficile l'établissement d'un diagnostic sur son évolution au cours de la période 1989-1993.

Pour évaluer le taux d'endettement des entreprises, on dispose de plusieurs mesures. On peut, tout d'abord, estimer directement la structure du passif des sociétés en rapportant leurs dettes à leurs fonds propres ou comparer les dettes à la valeur ajoutée. En période de forte instabilité économique, ce deuxième indicateur présente des fluctuations plus marquées que le premier car l'encours de fonds propres a une inertie plus forte que la valeur ajoutée qui reflète, par définition, l'évolution de l'activité. Ces deux indicateurs peuvent, par ailleurs, être calculés, soit en comptabilité privée (à partir des comptes d'entreprises), soit en comptabilité nationale (à partir des comptes de patrimoine ou des Tableaux d'Opérations Financières (TOF)). La différence essentielle entre les deux sources tient au mode de valorisation : alors que les postes du bilan sont calculés à leur coût historique en comptabilité privée, les titres sont évalués à leur valeur marchande et les actifs physiques à leur coût de remplacement en comptabilité nationale.

En dépit de ces divergences, les deux comptabilités permettent d'établir un même diagnostic sur la réduction de l'endettement (en terme de dette rapportée aux fonds propres) entre 1985 et 1988 (1). En revanche, l'absence de comptes de patrimoine après 1988 ne permet pas d'effectuer une telle comparaison sur la période récente. L'évolution de cet indicateur en comptabilité privée indique que l'effort de désendettement des entreprises, observé depuis le milieu de la décennie 80, se serait poursuivi ces dernières années.

Une divergence entre les deux sources apparaît en revanche pour le ratio endettement/valeur ajoutée. En comptabilité privée, ce ratio augmente modérément depuis 1989 alors que sa hausse est plus prononcée en comptabilité nationale. Ce dernier résultat doit toutefois être interprété avec prudence car, depuis quelques années, il semble difficile de réconcilier les évolutions des indicateurs "larges" de taux d'endettement issues des TOF en encours avec les évolutions tirées des TOF en flux. En effet, si l'on comptabilise dans l'endettement les prêts consentis par les institutions financières, les crédits commerciaux et les décalages comptables (qui sont considérés comme des créances à court terme), l'encours de crédits nets augmente brusquement entre 1989 et 1990 (+14 points de valeur ajoutée), ce qui semble peu cohérent avec les évolutions en flux (cf. tableaux).

Les problèmes d'évaluation, en comptabilité nationale, des opérations financières des entreprises, qui sont reconstituées à partir de sources indirectes, expliquent en partie cette rupture. En effet, depuis plusieurs années, les difficultés croissantes d'harmonisation des comptes financiers (issus du TOF en flux) et des comptes réels (issus du Tableau Economique d'Ensemble) ont conduit les comptables nationaux à caler les comptes financiers sur les comptes non financiers en accroissant fortement les flux nets du poste «décalages comptables», classés dans les créances à court terme. La volonté de contenir la croissance de ce poste, non identifiable comptablement, dans le patrimoine des sociétés a cependant eu pour effet de ne reporter que partiellement l'augmentation des flux dans les encours. Ceci revient, en fait, à minorer les encours de créances de court terme des entreprises et donc à augmenter leur encours net d'endettement. Les évolutions de l'endettement en flux et en encours sont dès lors difficiles à réconcilier.

### Flux net de dettes des sociétés et quasi-sociétés non financières hors GEN (S12)

(en % de la valeur ajoutée)

	1989	1990	1991	1992
Crédits à court et long terme *	6,15	8,66	0,41	-0,01
Crédits bancaires à long terme *	7,93	6,42	5,39	4,72
Crédits bancaires à court terme *	4,57	6,56	2,65	-0,07

\* Mêmes définitions, en flux, que pour le tableau ci-dessous.  
Source : TOF - Comptes nationaux, Insee.

Si l'on ne prend, comme indicateur de l'endettement, que les crédits bancaires, moins sensibles aux erreurs d'évaluation, on observe une évolution moins heurtée sur la période : les encours de crédit bancaire, rapportés à la valeur ajoutée, augmentent régulièrement depuis 1987. La hausse de cet indicateur à la fin de la décennie 80 peut s'expliquer par les besoins importants de financement des investissements qui progressent alors à un rythme soutenu (hausse du numérateur). Au début des années 90, l'augmentation du taux d'endettement est en revanche davantage attribuable au ralentissement marqué de l'activité, qui se répercute rapidement dans la valeur ajoutée (diminution du dénominateur). Les évolutions en flux montrent toutefois que les entreprises ont cherché à limiter la dégradation de leur structure financière en réduisant, depuis 1990, leur appel au crédit. Ce diagnostic est cohérent avec celui tiré de l'évolution des structures de passif de la comptabilité privée qui indique une poursuite de l'effort de désendettement.

(1) Pour plus de détail, cf. l'article de C. Berthier et O. Lecler à paraître dans *Economie & Statistique*

### Taux d'endettement net des sociétés et quasi sociétés non financières hors GEN (S12)

(en % de la valeur ajoutée)

	1970	1980	1985	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Crédits à court et long terme *	92,8	76,4	69,6	69,0	64,5	67,1	81,0	85,2	82,8
Crédits bancaires à long terme **	54,7	48,9	49,3	49,7	51,4	54,3	57,1	60,1	63,2
Crédits bancaires à court terme ***	37,5	29,5	29,1	25,4	27,2	29,3	34,0	35,5	34,4

\* Ils comprennent les encours nets de crédits à court et moyen-long terme, y compris les décalages comptables.

\*\* Ils comprennent les encours nets de crédits à moyen-long terme, une fois exclus les crédits commerciaux.

\*\*\* Ils comprennent les encours nets de crédits à court terme, une fois exclus les refinancements, les crédits commerciaux et les décalages comptables.

Source : TOF - Comptes nationaux, Insee.

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

(taux d'évolution en %)

1987	1988	1989	1990	1991	1992		1993				1993
							1er T	2ème T	3èmeT	4ème T	
1,9	3,5	5,9	0,9	1,5	-0,7	Coût des consommations intermédiaires	-0,7	-0,3	0,1	0,6	-1,3
-0,4	-3,2	-0,3	3,8	3,4	0,7	Coût salarial unitaire	1,5	-1,0	0,1	1,2	3,5
4,6	4,0	4,8	5,3	4,1	4,0	- Salaire moyen par tête	0,8	0,8	0,9	0,8	3,5
5,0	7,3	5,1	1,4	0,7	3,3	- Productivité <sup>(1)</sup>	-0,6	1,8	0,9	-0,5	0,2
1,3	1,8	4,4	1,6	1,9	-0,4	Coût unitaire d'exploitation	-0,2	-0,5	0,1	0,7	-0,2
1,9	3,3	3,8	1,3	1,1	0,2	Prix de production	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,4

(1) Production par tête.

## DES PRÉVISIONS DE JUILLET 1993 ... AUX ESTIMATIONS DE MARS 1994

Evolution en % ou unités indiquées	Premier semestre 1993		Second semestre 1993		Année 1993 (moyennes)	
	Prévision juil. 93	Estimation mars 94	Prévision juil. 93	Estimation mars 94	Prévision juil. 93	Estimation mars 94
Dollar : cours moyen en francs . . . . .	5,5	5,5	5,5	5,8	5,5	5,7
Pétrole : prix moyen du baril importé en dollars . . . . .	17,4	17,3	17,5	15,2	17,5	16,3
Biens et services. . . . .						
PIB. . . . .	-0,6	-0,7	0,4	0,6	-0,7	-0,7
Importations . . . . .	-8,7	-1,0	0,8	-0,5	-8,0	-2,6
Consommation des ménages . . . . .	-0,4	-0,2	0,3	0,7	0,4	0,8
FBCF totale . . . . .	-2,5	-4,6	0,3	1,0	-3,3	-5,0
dont : SQS-EI . . . . .	-3,4	-6,5	-0,5	1,3	-5,4	-7,8
Exportations . . . . .	-7,6	-1,2	0,3	3,3	-7,9	-0,4
Variations de stocks (Mds de francs 1980) . . . . .	-4,9	-8,2	-8,1	-24,4	-12,9	-32,5
Demande intérieure totale . . . . .	-1,0	-0,7	0,5	-0,5	-0,8	-1,3
Produits manufacturés . . . . .						
Production . . . . .	-2,0	-1,5	0,1	-1,8	-4,0	-4,4
Importations . . . . .	-10,0	-3,7	0,5	1,1	-10,7	-4,8
Consommation des ménages . . . . .	-1,9	-1,9	-0,4	0,0	-1,6	-0,8
FBCF . . . . .	-3,9	-7,8	-1,5	3,1	-6,1	-8,3
Exportations . . . . .	-10,2	-2,5	0,5	2,5	-10,7	-3,2
Variations de stocks (Mds de francs 1980) . . . . .	-11,0	-9,5	-7,8	-19,8	-18,8	-29,2
Demande intérieure totale . . . . .	-2,0	-2,0	0,0	-2,3	-3,6	-5,0
Coûts d'exploitation unitaires (industrie manufacturière) . . . . .	0,1	-0,7	0,1	0,8	0,3	-0,2
Prix de production (industrie manufacturière) . . . . .	0,1	-0,1	0,3	-0,2	0,1	-0,4
Prix de détail produits manufacturés du secteur privé (GSm) . . . . .	0,9	0,9	0,7	0,3	1,6*	1,1*
Prix de détail (GSm) . . . . .	1,6	1,4	1,1	0,6	2,7*	2,1*
Prix de détail hors énergie (GSm) . . . . .	1,6	1,5	1,0	0,5	2,6*	2,0*
Taux de salaire horaire ouvrier (1) . . . . .	1,1	1,1	1,4	1,4	2,7	2,7
Emplois salariés des secteurs marchands non agricoles . . . . .	-0,9	-1,4	-0,6	-0,7	-1,5*	-2,0*
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut . . . . .	-0,5	0,1	-0,6	-0,5	0,3	1,3
Taux d'épargne (%) . . . . .	13,0	13,6	12,4	12,6	12,7	13,1
Balance commerciale (milliards de francs) . . . . .						
Agro-alimentaire caf-fab . . . . .	22	24,6	21	32,0	43	56,6
Energie caf-fab . . . . .	-37	-37	-37	-32,9	-74	-69,9
Manufacturés caf-fab . . . . .	10	23,5	5	29,3	15	52,8
Ensemble fab-fab . . . . .	21	34,8	13	52,4	35	87,2

La plupart des évolutions sont mesurées en glissements semestriels, sauf : GSm (glissement semestriel mensuel).

(\*) Glissement annuel

(1) Concept Comptes Nationaux Trimestriels.