



# POINT CONJONCTUREL

## Second semestre 1994

Rédaction achevée le 18 octobre 1994

*La reprise de l'économie française a été au premier semestre, dans l'industrie, plus forte qu'on ne le pensait au début de l'été. L'indice de la production manufacturière a, en juillet-août, rejoint son niveau de la fin 1990. Les perspectives des industriels se sont à nouveau redressées à la rentrée et l'amélioration sur le marché du travail a renforcé la confiance des ménages et soutenu la consommation.*

*En début d'année, la croissance a été tirée par un ralentissement du déstockage. Elle s'appuie désormais sur la demande intérieure, dans un contexte international porteur. Le ralentissement technique attendu au second semestre devrait être d'ampleur limitée, en particulier grâce à l'activité dans le*

*commerce et les services, stimulée par une consommation des ménages plus dynamique que prévu. Du fait d'une inflation stabilisée à un niveau plus faible que celui des autres pays industrialisés, les effets de la dépréciation du dollar et de certaines monnaies européennes sur la compétitivité de l'économie française apparaissent limités.*

*Dans ces conditions, la croissance du PIB en 1994 serait légèrement supérieure à 2% en moyenne, et à 3% en glissement annuel. Pour sa part, la production manufacturière augmenterait d'environ 8 % en glissement annuel. L'emploi poursuivrait sa progression et le chômage diminuerait légèrement sur l'ensemble de l'année.*

## L'environnement international de la France est porteur

La conjoncture européenne a été plus dynamique au premier semestre qu'on ne le jugeait au début de l'été. Les fortes progressions du PIB au Royaume-Uni (2,1% au cours du semestre), en Allemagne de l'Ouest (1,5%), mais également en Espagne et en Italie, ont conduit à réviser à la hausse les prévisions de croissance de l'Union Européenne pour 1994. De ce fait, la demande adressée à la France devrait croître d'au moins 6% en moyenne pour les produits manufacturés.

Les enquêtes européennes de conjoncture dans l'industrie montrent que l'amélioration des perspectives de production s'est poursuivie cet été pour les pays sortis de récession au cours de 1993. Elles restent bien orientées au Royaume-Uni. L'expansion est toujours particulièrement vive dans les biens intermédiaires. Elle touche à présent plus largement les biens d'équipement professionnel, jusque-là en retrait, sauf en Allemagne où les commandes extérieures progressent sensiblement depuis la fin de 1993. Pour les industries de biens de consommation, les perspectives de production s'améliorent progressivement, malgré des carnets de commandes encore peu garnis. Les politiques budgétaires sont en effet restrictives chez la plupart de nos partenaires, et l'amélioration de l'emploi observée depuis quelques mois en Allemagne, en Italie et en Espagne est encore insuffisante pour relancer vraiment la consommation. Celle-ci a baissé de 1% au deuxième trimestre en Allemagne et ne devrait que faiblement progresser au troisième, si l'on en juge par l'évolution des ventes au détail en juillet et août.

Un ralentissement technique est possible dans l'industrie en Europe continentale au second semestre, après la forte accélération du premier. Il devrait cependant être limité. Les industriels jugent désormais leurs stocks insuffisants, ou, au plus, normaux : la production s'en trouvera stimulée. Par ailleurs, l'investissement des entreprises devrait contribuer de plus en plus à la croissance.

La situation est différente aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, plus avancés dans le cycle conjoncturel. Les politiques économiques visent désormais à y éviter la surchauffe. Aux Etats-Unis, les derniers indicateurs sont contradictoires sur ce point. La construction de logements a sensiblement ralenti, en raison de la hausse des taux d'intérêt, mais la consommation des ménages reste dynamique, et les commandes de biens durables ont à nouveau vivement progressé en août. Le taux d'utilisation des capacités est remonté au niveau du pic atteint en 1989 (mais reste sensiblement en deçà de celui de 1979) et le taux de chômage est revenu en dessous de 6%, à un niveau considéré comme caractéristique du plein emploi. Les tensions inflationnistes redoutées par les investisseurs sur les marchés financiers ne se manifestent pas pour autant de façon significative, la progression des salaires restant très modérée, et même inférieure à l'inflation pour le salaire de base.

## L'emploi redémarre nettement

En France, l'amélioration sensible du climat conjoncturel est particulièrement nette dans le domaine de l'emploi. Alors que l'on n'attendait qu'une quasi stabilisation, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a crû de près de 120 000 au premier semestre. On sait que l'UNEDIC a publié des estimations moins favorables. Les études menées pour analyser cette diver-

## Équilibre ressources emplois en volume

(Moyennes semestrielles ou annuelles, en %)

		1992		1993		1994		1992	1993	1994	1994 (*)
		1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.				
<b>PIB</b>	(100%)	0,8	-0,2	-1,1	0,4	1,2	1,5	1,2	-1,0	2,2	3,1
Importations	(27%)	1,1	-0,9	-3,4	0,3	4,4	2,8	1,1	-3,7	6,0	8,1
dont : marchandises	(24%)	0,9	-1,1	-3,5	0,1	4,6	3,3	0,7	-4,0	6,4	8,6
Consommation des ménages	(61%)	0,5	1,0	-0,2	0,9	0,5	1,7	1,3	0,7	1,8	2,3
Consommation des APU	(19%)	1,7	0,9	-0,2	0,5	0,9	1,0	3,0	0,5	1,6	2,0
FBCF totale	(21%)	-2,1	-0,8	-4,6	-0,3	0,1	2,6	-2,5	-5,1	1,2	3,5
dont : SQS EI	(11%)	-2,1	-1,4	-7,2	-1,8	0,1	3,3	-3,4	-8,6	0,8	5,2
Ménages	(5%)	-1,6	0,1	-4,7	1,9	-1,1	3,0	-0,9	-3,7	1,4	1,6
Exportations	(27%)	3,5	-1,1	-2,3	4,5	1,3	1,8	5,0	-0,7	4,5	3,3
dont : marchandises	(22%)	3,7	-1,2	-2,4	4,0	1,9	2,7	4,9	-1,1	5,4	4,9
<b>Contributions</b> :- Variations de stocks		0,0	-0,7	-0,2	-1,3	1,5	0,1	-0,6	-1,2	0,9	1,8
- Echanges de biens et services		0,6	0,0	0,3	1,1	-0,8	-0,3	1,0	0,9	-0,4	-1,2
- Demande intérieure hors stocks		0,1	0,5	-1,5	0,5	0,4	1,8	0,6	-1,0	1,6	2,6

Prévisions

(\*) Glissement annuel en fin d'année.

gence n'ont pas conduit à réviser l'estimation de l'INSEE\*. Il est encore trop tôt pour que l'on puisse clairement identifier et hiérarchiser les explications possibles de cette montée de l'emploi plus précoce que prévu: développement du temps partiel, souplesse plus grande dans l'adaptation de l'emploi et des salaires aux fluctuations de l'activité (en particulier dans le secteur tertiaire), sous-estimation éventuelle de l'activité dans les services où, en dépit de progrès importants, l'information reste lacunaire.

Si l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a crû nettement plus vite qu'espéré, le nombre de titulaires de Contrats Emploi Solidarité (CES) a stagné au premier semestre. L'emploi total devrait cependant croître de manière significative (180 000 à 200 000) sur l'ensemble de l'année.

La progression du chômage paraît enrayée en dépit de la légère croissance du mois d'août. Il devrait décroître légèrement sur l'ensemble de l'année.

### Dynamisme de la consommation de biens durables

La croissance de l'emploi ne peut que contribuer à la progression des revenus (qui ont toutefois stagné au deuxième trimestre à cause de facteurs exceptionnels). Elle contribue aussi à la nette amélioration du climat de confiance que révèle l'enquête de conjoncture auprès des ménages. Favorisée de surcroît par la reconduction de l'allocation de rentrée scolaire, la consommation a ainsi connu au cours de l'été une croissance nettement plus vive que prévu.

La principale surprise est venue des immatriculations d'automobiles : on anticipait généralement un recul après un deuxième trimestre fort, les effets de la prime à la casse s'atténuant. Il n'en a rien été et les immatriculations sont restées, en données corrigées des variations saisonnières, au même niveau cet été qu'au printemps. La consommation des autres produits manufacturés et la consommation alimentaire ont assez nettement progressé alors que la croissance de la consommation de services reste inférieure à sa tendance de moyenne période en raison du plan d'économie sur les dépenses de santé dont les effets continuent à se faire sentir. Au total, la consommation des ménages croîtrait de 1,7% au deuxième semestre, en moyenne semestrielle (après 0,5% au premier). En moyenne annuelle, elle croîtrait de 1,8%. La baisse du taux d'épargne observée depuis la mi-93 se poursuit, manifestant des anticipations de revenus futurs plus élevés.

\* Pour l'essentiel l'écart est attribuable, sectoriellement, au commerce et aux services et, géographiquement, à la région parisienne où l'emploi baisse davantage selon l'UNEDIC que selon l'enquête ACEMO du mini stère du Travail qu'utilise l'INSEE.



**Les soldes d'opinion sur les commandes progressent alors que les stocks sont jugés de plus en plus réduits. La configuration relative de ces deux indicateurs est actuellement similaire à celles observées en 1976, 1979 et 1987, périodes de reprise marquée.**

### La production a accéléré fortement, surtout au premier semestre

La production manufacturière a répondu à l'amélioration du climat conjoncturel dont témoigne l'enquête mensuelle de conjoncture de septembre. Les évolutions les plus spectaculaires concernent les perspectives générales, à leur plus haut niveau depuis 1976, et les stocks jugés nettement inférieurs à la normale. Les commandes étrangères se redressent vigoureusement, surtout dans les biens intermédiaires. La croissance des biens d'équipement apparaît maintenant soutenue et, même dans les biens de consommation qui restent un peu en retrait, la production croît et les perspectives s'améliorent. La croissance très vive du premier semestre devrait toutefois s'infléchir au second pour des raisons techniques (en particulier liées au nombre de jours ouvrables).

Dans le tertiaire, les transports et les services aux entreprises profitent de la reprise industrielle alors que le commerce et les services aux ménages (à l'exception notable des services de santé) bénéficient de l'embellie observée sur la consommation des ménages.

## Stabilité de l'inflation et du solde extérieur

Le processus de désinflation paraît désormais achevé, avec un glissement annuel des prix de détail de 1,6 % en septembre. Les prix des produits alimentaires remontent progressivement, en raison notamment du raffermissement des cours mondiaux, mais, en revanche, les prix des services continuent à ralentir. Le niveau élevé du chômage pèse encore sur le taux de salaire horaire, dont la progression annuelle est revenue à 2,3 % au 1<sup>er</sup> juillet. De plus, à cette phase du cycle, les gains de productivité font baisser les coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière. Plus en amont, les prix de production pourraient toutefois se relever progressivement, après la baisse de 1993, et la stabilisation du premier semestre. La forte hausse du prix des matières premières industrielles importées (plus de 20 % sur un an, à partir d'un niveau très bas) se répercute partiellement sur les prix des biens intermédiaires. De plus, la bonne tenue de la demande, ainsi que la hausse du taux d'utilisation des capacités de production devraient autoriser une certaine amélioration des marges. Les enquêtes de conjoncture dans l'industrie indiquent d'ailleurs une légère tendance à la hausse. Néanmoins, l'effet sur les prix de détail ne devrait guère se faire sentir avant plusieurs mois, et de manière très progressive.

La vigueur particulière de la demande intérieure française et la dépréciation du dollar et de certaines monnaies européennes, dont les effets sur la compétitivité sont toutefois atténués par les performances réalisées en matière d'inflation, expliquent que la contribution de l'extérieur à la croissance devienne négative. Le solde extérieur devrait se stabiliser avant, vraisemblablement, de s'éroder.

### L'investissement redémarre au second semestre

On sait que les évolutions infra-annuelles de l'investissement sont mal connues. Les informations disponibles laissent toutefois penser qu'il n'a que faiblement redémarré au premier se-

mestre. Selon les enquêtes de conjoncture (enquête investissement d'avril confirmée par l'enquête grandes entreprises de juillet), il devrait croître davantage au second. Cette évolution paraît justifiée par le dynamisme de la demande (en particulier de la consommation), la nette progression corrélative des taux d'utilisation et la bonne situation financière globale des entreprises confirmée par les publications de comptes disponibles sur le premier semestre.

Le niveau historique des taux d'autofinancement devrait rendre relativement indolore, au moins dans un premier temps, la vive remontée des taux longs. Il reste que l'essentiel de la croissance de l'investissement interviendra sans doute au delà de l'horizon de ce Point conjoncturel : malgré une croissance particulièrement précoce et soutenue, les secteurs de biens intermédiaires anticipaient encore en avril une légère décroissance de leurs investissements pour 1994 et les investissements en BTP ne se mettent en place qu'avec retard.

### Encore des risques du côté des marchés financiers

Seule la remontée des taux longs (environ 2,5 points depuis le début de l'année) et ses conséquences sur les marchés d'actions (-15% environ pour l'indice SBF 250) viennent tempérer l'optimisme qui se dégage très largement des évolutions récentes. On a vu que l'investissement des entreprises ne devrait pas en être trop affecté, au moins dans un premier temps. Les inquiétudes peuvent être plus fortes du côté de l'investissement logement des ménages qui paraissait bien reparti. Jusqu'à l'été, les effets coûts n'étaient pas perceptibles dans la mesure où, selon l'enquête faite en juillet par la Banque de France, les organismes financiers n'avaient pas répercuté la hausse des taux. Mais, au delà de ces effets coûts et de l'effet richesse lié à la dépréciation des portefeuilles, le danger principal serait qu'une évolution durablement défavorable des marchés financiers entraîne un retournement des anticipations. On n'en trouve jusqu'à présent pas trace dans les enquêtes de conjoncture auprès des entreprises et des ménages. ■