



**HAL**  
open science

## **Chronique de conjoncture : un compromis monétaire favorable à l'Europe**

Philippe Sigogne, Jacky Fayolle, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Amel Falah, Olivier Passet, Christine Riffart, Françoise Milewski, Carine Bouthevillain, Valerie Chauvin, et al.

### ► To cite this version:

Philippe Sigogne, Jacky Fayolle, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Amel Falah, et al.. Chronique de conjoncture : un compromis monétaire favorable à l'Europe. Revue de l'OFCE, 1997, 61 (1), pp.5 - 92. 10.3406/ofce.1997.1453 . hal-03462466

**HAL Id: hal-03462466**

**<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-03462466>**

Submitted on 1 Dec 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# Un compromis monétaire favorable à l'Europe \*

*Une fenêtre s'ouvre aujourd'hui pour que les pays européens puissent s'échapper de la « prison » de la déflation, si leurs politiques économiques s'avèrent suffisamment accommodantes. L'appréciation récente du dollar n'est pas une simple bulle destinée à se dégonfler à brève échéance. Elle traduit fondamentalement la prise en compte par les opérateurs internationaux de la continuité des performances de croissance américaines et leur confiance accrue dans le caractère soutenable de la position extérieure américaine. Si les politiques monétaires, en Europe et au Japon, maintiennent suffisamment longtemps de bas taux d'intérêt à court terme, la correction des changes pourrait être menée à terme et le dollar se stabiliser, fin 1997, au voisinage de 1,9 DM et 130 yens.*

*Avec la normalisation des changes intra-européens, c'est un changement d'environnement significatif pour les entreprises européennes. Dans les dernières années, en effet, la contrainte de monnaie forte a constitué, pour nombre d'entre elles, un vecteur privilégié des influences déflationnistes, en poussant à la guerre des prix et à l'abaissement prioritaire des charges d'exploitation et d'investissement. Il résultera de ce changement des gains de parts de marché substantiels pour les entreprises européennes, mais aussi et surtout des signaux de prix plus favorables, qui devraient lever l'inhibition à produire et investir. Les politiques budgétaires européennes auront aussi leur rôle à jouer dans la consolidation de cet environnement, en évitant un durcissement exagéré au voisinage des prochaines échéances institutionnelles. La croissance internationale, qui bénéficiera en 1997 et 1998 d'une accélération du commerce international, pourrait être ainsi mieux partagée au sein de l'OCDE.*

*La croissance américaine, toujours forte, bénéficie des effets du fort courant d'investissements sur le potentiel productif, si bien que les tensions inflationnistes sur les marchés de biens restent limitées. Les autorités monétaires ont les moyens de maîtriser la vitesse de l'expansion, sans avoir à verser dans un*

---

\* Cette chronique a été élaborée au département des diagnostics de l'OFCE dont le directeur est Philippe Sigogne. La partie internationale a été établie par Jacky Fayolle avec la collaboration d'Hélène Baudchon, Odile Chagny, Amel Falah, Olivier Passet, Christine Riffart, la partie française par François Milewski avec la collaboration de Carine Bouthevillain, Valérie Chauvin et Hervé Péléraux.

*durcissement d'une sévérité telle qu'il s'avérerait déstabilisant. Les conditions de liquidité de l'économie américaine se sont en effet progressivement resserrées depuis 1994 et rendent efficace une nouvelle action marginale de la Réserve fédérale. La croissance américaine, encore vive en 1997 (2,8 %), ralentirait sans drame en 1998 (2 %).*

*Le Japon bénéficie désormais de la décrue du yen mais s'apprête à subir un assainissement budgétaire qui amputera lourdement les ressources des ménages et fragilisera davantage une demande privée déjà versatile. C'est donc le maintien d'une politique monétaire accommodante, qui, à travers son impact sur le taux de change, aura la charge principale de placer le Japon sur un sentier d'expansion honorable. La contribution du commerce extérieur jouera un rôle essentiel pour permettre au Japon d'atteindre une croissance supérieure à 3 % en 1998.*

*Le regain d'exportations n'a encore eu jusqu'à présent qu'un effet d'entraînement limité sur l'économie allemande. La consommation des ménages allemands pâtit de l'ajustement des emplois et des restructurations en cours. Ces restructurations améliorent progressivement la rentabilité des entreprises mais la confirmation de la détente concurrentielle est décisive pour que leur incitation à investir soit enfin libérée. En 1997, le programme d'économies sociales exercera une ponction contraignante sur les ressources des ménages. Mais si l'effort actuel parvient à ramener le déficit public au voisinage du critère de Maastricht, la politique budgétaire pourrait relâcher la pression sur les ménages en 1998 et devenir modérément expansionniste : ce serait bénéfique à l'expansion sans constituer un danger pour la maîtrise acquise du déficit. Une impulsion pourrait ainsi être donnée à la consommation des ménages et la demande interne relancerait enfin la reprise des exportations. C'est dans ces conditions que L'Allemagne pourrait renouer, après une année 1997 encore modeste (2,2 %), avec une expansion significative en 1998 (3,5 %).*

*La croissance décrite pour la France (2,5 % cette année, 3,1 % l'an prochain) s'appuie sur l'hypothèse d'un changement de configuration monétaire et financière : la montée du dollar, passée et prévue, permettrait de conforter le regain des exportations, grâce au redressement du commerce mondial et aux gains de parts de marché. En même temps, les profits à l'exportation pourraient se redresser ; leur compression passée, pour limiter les pertes de compétitivité, pesait sur les salaires, les emplois, les investissements etc. Le rééquilibrage anticipé dans cette prévision modifierait les comportements. D'autant que la montée du dollar s'accompagne d'un rééquilibrage à l'intérieur même du SME. La détente des taux d'intérêt se maintiendrait et permettrait aussi que le contexte d'incertitudes soit en partie levé. La dynamique d'une reprise par l'extérieur pourrait ainsi se concrétiser : la fin des comportements restrictifs de dépenses des entreprises impliquerait l'arrêt du déstockage, la stabilisation des effectifs puis la reprise des embauches et enfin le redémarrage de l'investissement. Ainsi, la demande intérieure s'accélérait :*

*demande intérieure totale dès 1997 (du fait des stocks), demande intérieure finale en 1998 grâce à l'investissement.*

*La politique économique reste contrainte par la satisfaction des critères de Maastricht : investissement et consommation des administrations sont limités et le seront d'autant plus si des risques de creusement du déficit apparaissent. L'investissement productif sera l'élément dynamique de la demande intérieure, tout particulièrement en 1998. Mais la consommation a peu de chance de s'intensifier car elle a été dopée en 1996 par les mesures de soutien à l'automobile : la baisse du taux d'épargne a déjà eu lieu.*

*La croissance sera compatible avec un nouveau ralentissement de l'inflation (malgré la hausse du prix de l'énergie importée), une nouvelle extension de l'excédent commercial (grâce à l'industrie) et elle permettrait une inflexion à la baisse du chômage. Les créations d'emplois s'accroîtraient progressivement et atteindraient en 1998 un rythme proche de celui de 1988-89, bien que la croissance du PIB soit plus faible : le ralentissement des gains de productivité, avec le développement du temps partiel, et le contrecoup des faibles créations d'emplois de 1994 dans l'industrie permettraient une reprise franche à court terme. Le revenu des ménages en sera peu affecté ; mais le chômage pourrait cesser de croître et même diminuer en 1998, sous l'hypothèse d'une neutralité de la politique de l'emploi. Enfin, les critères de Maastricht seraient respectés, les dépenses étant modérées (et, au besoin, gelées) et les recettes accrues si nécessaire.*

## **Les chances d'un nouveau compromis monétaire, favorable à un meilleur partage de la croissance internationale**

### **Une fenêtre pour une reprise européenne consistante, si les politiques l'accompagnent**

L'orientation haussière du dollar, qui s'est engagée à la mi-1995, s'est accélérée depuis la fin 1996. Si elle se confirme durant les trimestres à venir, le retour de la devise américaine à des niveaux proches de ceux qu'elle enregistrait, contre yen et mark, lors du sommet cyclique américain de 1989, marquera la clôture d'une période <sup>1</sup> : depuis le début des années quatre-vingt-dix, les mouvements de change

---

1. En 1989, année de pic cyclique américain, le cours du dollar s'est établi en moyenne à 1,88 DM et 138 yens.

ont largement participé à la désynchronisation entre les conjonctures américaine, d'une part, européenne et japonaise d'autre part. La correction en cours restaure la compétitivité des exportateurs européens et japonais et améliore la rentabilité des producteurs de ces deux zones. Elle modifie favorablement les signaux de prix qui inhibaient l'incitation à produire et à investir dans les pays à monnaie forte, parce que l'abaissement des charges d'exploitation et d'investissement s'imposait comme la voie privilégiée du désendettement. Elle favorise ainsi un partage plus équilibré de la croissance mondiale et le retour à une convergence des rythmes d'expansion nationaux au sein de l'OCDE.

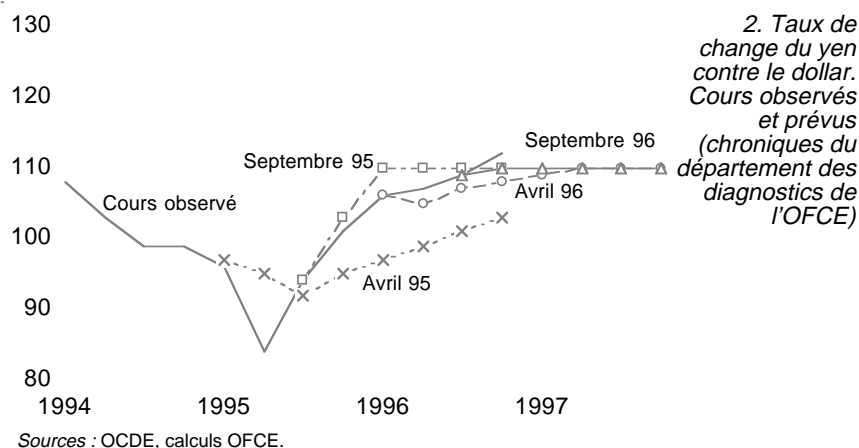
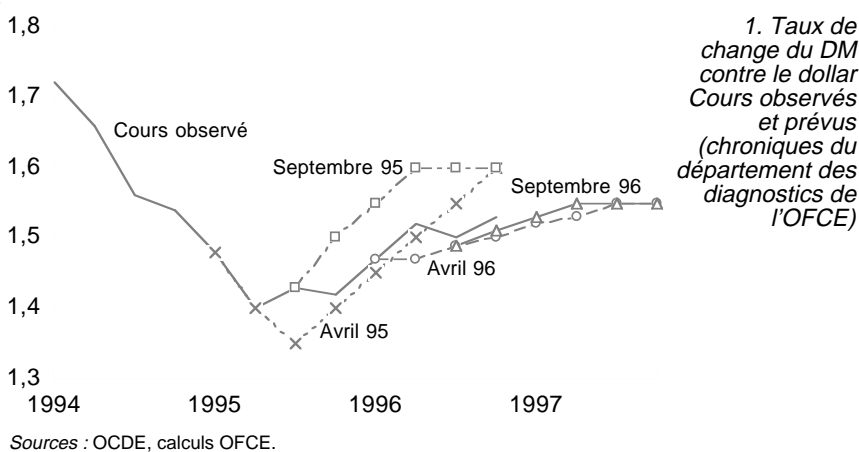
Certes, après la rechute de 1995, l'activité européenne avait retrouvé, depuis le printemps 1996, une orientation modérément positive, déjà soutenue par le regain des exportations et l'engagement de la normalisation des changes. Mais, en dépit des encouragements prodigués par des politiques monétaires incitatives, les hésitations n'avaient pas disparu, comme en témoigne une activité européenne bien médiocre à l'automne dernier. Au demeurant, jusqu'à présent, les entreprises européennes restent très prudentes avant d'engager de nouveaux investissements : la modération de leurs projets actuels est toujours marquée par la déception de 1995-1996 et traduit la persistance d'anticipations à dominante extrapolative. L'achèvement de la normalisation des changes peut à cet égard lever les derniers obstacles, à condition que les politiques monétaires continuent à accompagner le mouvement et que les politiques budgétaires ne profitent pas d'une reprise apparemment consolidée pour se durcir exagérément au voisinage des prochaines échéances institutionnelles en Europe. Les leçons de 1994-1995 sont à retenir, lorsque la reprise européenne, tirée courant 1994 par les exportations et le restockage, s'est avérée bien vite contrariée par la baisse du dollar et la faiblesse de la demande interne. Certes l'environnement monétaire est aujourd'hui nettement plus favorable à une reprise européenne solide et les ménages européens expriment eux-mêmes une confiance qui se redresse. Les politiques économiques ont cependant leur rôle à jouer pour que cet environnement, y compris sur le front des changes, se maintienne suffisamment longtemps pour affermir définitivement la conjoncture européenne et la sortir de la zone de sous-emploi des capacités productives où elle se trouve encore.

L'Europe continentale et le Japon ont tellement « accumulé de la dépression » depuis plusieurs années que la faiblesse de leur activité concourt à faire encore apparaître un déficit de production par rapport au niveau potentiel dans l'ensemble de l'OCDE. Il existe une marge consistante avant que la remontée de l'activité dans ces deux zones ne contribue à resserrer les tensions dans cet ensemble. Aussi, l'Europe et le Japon devraient rester, si les politiques économiques s'y emploient, à l'abri d'éventuelles tensions sur les taux d'intérêt aux Etats-Unis. En Europe, la priorité conjoncturelle est aujourd'hui à la consolidation des anticipations des entreprises et à l'embrayage d'un nouveau cycle d'investissement. Les politiques économiques devraient s'abstenir de toute initiative susceptible de renverser ce mouvement. Une fois qu'il sera fermement engagé, tout deviendra plus facile, en particulier la

résorption des déficits publics. Etape obligée de la consolidation de la reprise, un comportement d'investissement plus actif des producteurs européens est aussi nécessaire à sa poursuite, en particulier dans un pays comme l'Allemagne où les évolutions de coûts et de prix des dernières années ont pu accélérer l'obsolescence d'une part des capacités productives, phénomène toujours difficilement observable.

## Le dollar : une trajectoire compréhensible...

La confirmation d'un scénario conjoncturel de cette nature suppose, bien sûr, que la remontée récente du dollar ne soit pas une simple bulle, destinée à se dégonfler à brève échéance et à annihiler ainsi les espoirs d'une normalisation plus durable du paysage monétaire international. Cette question incite à revenir sur la compréhension de la trajectoire du dollar au cours des dernières années et à tirer de cet exercice des indications qui puissent accréditer cette durabilité.



Les graphiques 1 et 2 présentent les prévisions successives de cours du dollar, contre DM et yen, effectuées depuis la chronique d'avril 1995 par le département des diagnostics de l'OFCE. Ces prévisions, surtout si on considère les deux premières, émises en avril et octobre 1995, avaient assez bien anticipé la remontée du dollar après son point bas de la mi-1995 ainsi que le cours atteint contre le DM à la fin 1996. Les prévisions du cours dollar/yen ont été en revanche trop vite plafonnées à un taux de 110 yens par dollar. Mais, globalement, l'orientation du mouvement des taux de change a été assez bien perçue. Ces prévisions de taux de change avaient été effectuées sur la base d'un argumentaire mariant les facteurs fondamentaux susceptibles d'influencer la valeur d'équilibre à long terme du dollar et les déterminants conjoncturels. Cet argumentaire peut être repris dans une optique rétrospective, comme une reconstitution de l'histoire récente du dollar, sinon dans le détail, du moins dans ses grandes lignes (cf. encadré 1).

En faisant référence à la problématique proposée par Williamson<sup>2</sup>, le taux de change fondamental d'équilibre de long terme d'une devise est celui qui satisfait à la fois l'équilibre interne et l'équilibre externe du pays concerné. La condition d'équilibre interne signifie que le pays se situe sur son sentier de croissance potentielle et que le taux de change lui garantit une compétitivité suffisante pour vendre sa production exportable. La condition d'équilibre externe signifie que la balance courante du pays est soutenable, c'est-à-dire qu'elle est compatible avec les désirs de placement des investisseurs internationaux et que ceux-ci ne craignent pas une dérive du taux de change qui menacerait la valeur de leur patrimoine. Si le taux de change d'équilibre était parfaitement stable et le cycle conjoncturel était régulier, le mouvement du taux de change courant pourrait être représenté comme une oscillation également cyclique autour du taux d'équilibre. Ainsi, dans le cas des Etats-Unis, au cycle ordinairement avancé par rapport au cycle moyen de l'OCDE, le cours réel du dollar s'élèverait au cours de l'expansion, surtout si cette expansion était soutenue par un activisme budgétaire contribuant à élever les taux d'intérêt et à attirer les capitaux. L'appréciation du change s'accélérait à l'approche du pic conjoncturel américain : c'est le moment où les autorités monétaires augmenteraient les taux à court terme pour lutter contre l'inflation, alors que les autres pays ne seraient pas encore à ce stade du cycle. L'appréciation serait d'autant plus sensible que l'action de ces autorités serait crédible, c'est-à-dire que, faisant diminuer les anticipations d'inflation et donc les taux d'intérêt à long terme, elle libérerait des possibilités de plus-values sur titres pour les investisseurs étrangers. Le mouvement du taux de change serait symétrique dans la phase du repli conjoncturel.

Le scénario conjoncturel du dollar peut être assez différent si on ajoute deux autres ingrédients :

— une détérioration structurelle de la position extérieure américaine, qui rend les investisseurs étrangers moins confiants et réduit le déficit de la balance courante qui est considéré comme soutenable (auquel

---

2. WILLIAMSON J., 1994 : « Estimates of FEERS », in WILLIAMSON ed., *Estimating Equilibrium Exchange Rate*, Institute for International Economics.

cas les déficits courants apparaîtront d'autant plus facilement comme excessifs). Il y alors une dépréciation du cours d'équilibre du dollar : la cible de long terme n'est plus stable ;

— une rigidité du déficit public structurel américain à un niveau élevé. Cette rigidité est favorable à un haut niveau d'activité américain, comparativement au reste du monde. Ce faisant, le déficit courant américain se creuse d'autant plus, ce qui mine la confiance dans le dollar et peut conduire à une dépréciation excessive par rapport à son nouveau cours d'équilibre de long terme : c'est le phénomène de surréaction. Evidemment, les exportations américaines en bénéficient progressivement, ce qui accentue encore le décalage avec l'étranger, améliore la balance courante et rétablit progressivement une certaine confiance dans le dollar, surtout si les autorités profitent de la bonne tenue de l'activité pour restreindre le déficit budgétaire.

Tant que la correction de la surréaction baissière n'est pas intervenue, la conjonction de ces deux facteurs pousse cependant à une dépréciation prononcée du dollar, qui va à l'encontre de l'appréciation attendue au cours d'une phase d'expansion standard. Si on considère le cheminement de l'économie américaine, depuis dix ans, au sein d'un graphe qui combine l'impulsion budgétaire (le déficit structurel public en proportion du PIB) et le taux de change réel du dollar (mesuré comme l'inverse du prix relatif des exportations américaines), il exprime bien une dérive de ce type, qui associe la rigidité du déficit budgétaire et la dépréciation réelle du dollar (graphique 3). Au lendemain des creux conjoncturels de 1982 et 1991, le dollar s'apprécie modérément ou reste stable, en conformité avec le schéma conjoncturel standard. Mais cette orientation se renverse avant la fin de l'expansion et, au cours du dernier cycle, très rapidement dès 1993.

On peut néanmoins penser qu'aujourd'hui ce mouvement de dépréciation du dollar est arrivé à son terme car les deux facteurs qui l'expliquaient ne jouent plus avec la même force, voire selon le même signe :

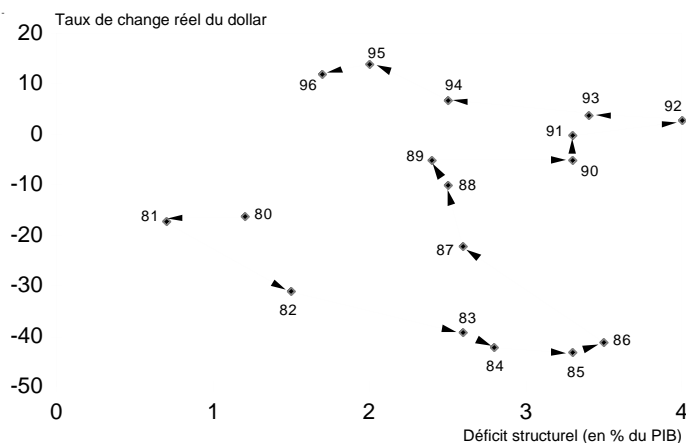
— depuis le début des années quatre-vingt-dix, le déficit public structurel américain a été sérieusement réduit (graphique 3) et le déficit courant, bien qu'il soit creusé par le décalage conjoncturel avec le reste de l'OCDE, est bien plus raisonnable qu'il y a dix ans (de l'ordre de 2 % du PIB en 1996 contre 3,5 % en 1987). La phase de surréaction baissière du dollar, aggravée en 1994 par le choc mexicain, est du domaine du passé ;

— le caractère plus raisonnable des déficits public et courant se combine sans doute à la continuité des performances de croissance américaine pour améliorer la confiance des investisseurs étrangers dans la soutenabilité de la position extérieure américaine. Après les retraits du début des années quatre-vingt-dix, le retour des investisseurs japonais vers les placements en titres américains en est un indice, de la part d'investisseurs soucieux de garantir la valeur de leur patrimoine menacée par les désordres internes au Japon. Il est ainsi envisageable que le cours d'équilibre de long terme du dollar puisse être jugé plus élevé aujourd'hui qu'il y a quelques années.



C'est cette analyse qui conduit à attendre une poursuite de la revalorisation du dollar au cours de 1997, a fortiori si les déterminants plus conjoncturels jouent aussi en cette direction, tant que le décalage conjoncturel avec le reste de l'OCDE n'est pas résorbé.

3. Déficit public structurel et taux de change réel des États-Unis



Légende : le taux de change réel du dollar est ici mesuré comme l'écart, en %, des prix relatifs à l'exportation des concurrents des États-Unis par rapport à une référence conventionnelle qui est le niveau de ces prix relatifs en 1991. Le dollar se déprécie en termes réels contre les autres monnaies lorsque ce taux de change s'élève.

Source : OCDE.

1. Taux de change d'équilibre et cycle conjoncturel

L'interaction entre les évolutions fondamentales et conjoncturelles d'une devise nationale peut être représentée par une suite de trois schémas, qui reprennent la notion de taux de change d'équilibre proposée par Williamson.

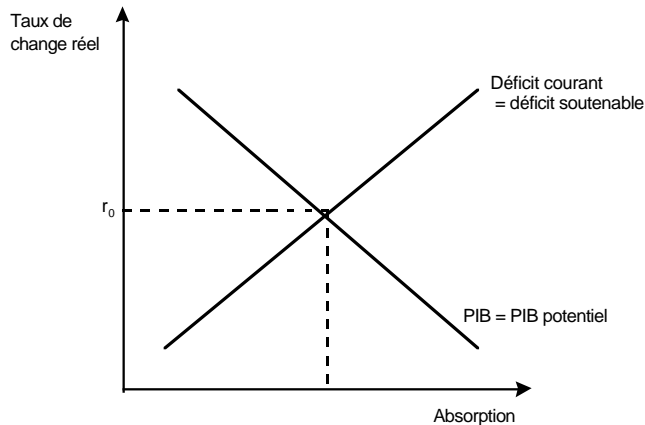
**Schéma 1** : dans la présentation effectuée par Williamson, l'équilibre économique d'un pays (les États-Unis) correspond à l'intersection de deux courbes dans un plan où l'axe des abscisses représente « l'absorption » nationale (c'est-à-dire la demande intérieure, sur laquelle l'État peut agir par l'impulsion budgétaire) et l'axe des ordonnées le taux de change réel de la devise nationale (selon la convention retenue, une hausse du taux de change représente une dépréciation de cette devise) :

— la courbe de pente négative est l'ensemble des points vérifiant l'équilibre interne, c'est-à-dire pour lesquels le produit national est identique à son niveau potentiel : le taux de change garantit une compétitivité suffisante pour vendre à l'exportation l'excédent de la production sur l'absorption interne. Lorsque cette absorption s'accroît, le taux de change réel nécessaire à l'équilibre interne baisse, c'est-à-dire que la monnaie nationale s'apprécie, puisque le surplus exportable est moindre. A droite de cette courbe, le produit national est supérieur à son niveau potentiel, et symétriquement.

— la courbe de pente positive est l'ensemble des points vérifiant l'équilibre externe, c'est-à-dire pour lesquels le solde de la balance courante est identique au solde soutenable : il est compatible avec les désirs de placement des investisseurs internationaux, compte tenu de la position extérieure initiale du pays. Si l'absorption interne s'accroît, le taux de change réel nécessaire à l'équilibre externe augmente, c'est-à-dire que la monnaie nationale se déprécie, car le solde soutenable ne peut être réalisé que par un supplément d'exportations nettes. A droite de cette courbe, le déficit courant est supérieur au déficit soutenable (dans le cas où le solde est un déficit, comme c'est le cas aux Etats-Unis).

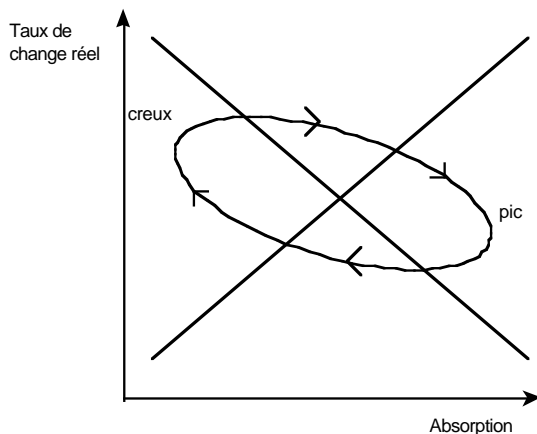
L'intersection des deux courbes définit la situation d'équilibre de long terme.

Schéma 1 : Le taux de change d'équilibre



**Schéma 2** : le cycle conjoncturel « normal » peut être représenté comme une oscillation autour de l'équilibre stable de long terme. Dans le cas des Etats-Unis, ce cycle « normal » est modérément avancé par rapport au cycle des autres pays de l'OCDE et s'appuie sur le comportement procyclique de la demande interne, auquel contribue l'incitation budgétaire. En phase de reprise américaine, le taux de change réel du dollar est plutôt stable : le dollar peut connaître une dépréciation nominale car les taux courts américains sont encore faibles alors qu'ils n'ont pas fini de se desserrer ailleurs, mais l'inflation américaine commence à se ranimer alors qu'elle ralentit toujours dans les autres pays. Le cours réel du dollar s'élève au cours de l'expansion, d'autant plus qu'elle est soutenue par un activisme budgétaire qui élève les taux d'intérêt et attire les capitaux. L'appréciation du change s'accroît à l'approche du pic conjoncturel américain : les autorités resserrent alors la politique monétaire pour lutter contre l'inflation, ce qui tend les taux à court terme, alors que les autres pays ne sont pas encore à ce stade du cycle. L'appréciation est d'autant plus sensible que l'action des autorités est crédible, c'est-à-dire que faisant diminuer les anticipations d'inflation et donc les taux d'intérêt à long terme, elle libère des possibilités de plus-values sur titres pour les investisseurs étrangers. Le mouvement du taux de change est symétrique dans la phase du repli conjoncturel, entre pic et creux.

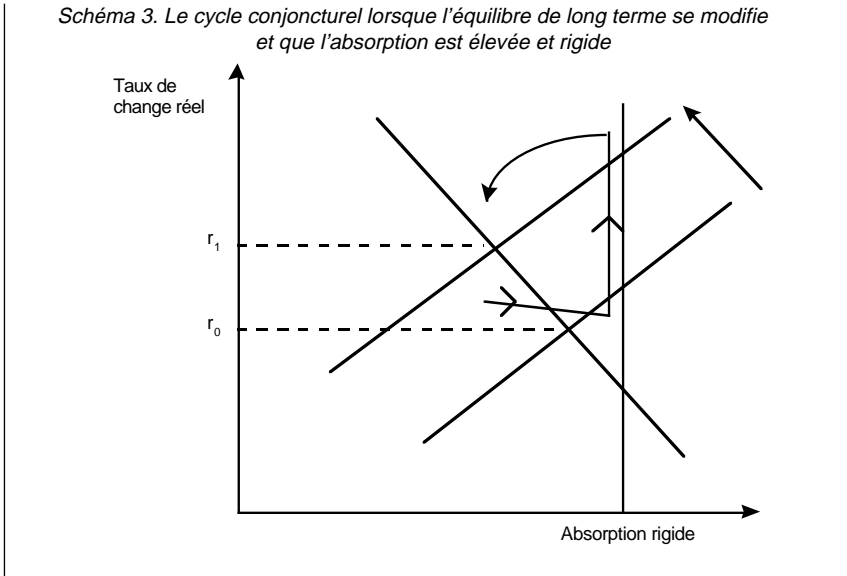
Schéma 2. Le cycle conjoncturel «normal»,  
à équilibre de long terme inchangé



**Schéma 3** : l'équilibre fondamental de long terme est modifié par la dégradation de la position extérieure américaine, qui réduit, pour un taux de change donné, le déficit courant jugé soutenable : la courbe d'équilibre externe se déplace vers la gauche et le taux de change réel d'équilibre augmente, c'est-à-dire que la valeur d'équilibre du dollar se déprécie. Par ailleurs, les Etats-Unis utilisent en permanence l'impulsion budgétaire pour soutenir l'activité économique, ce qui se traduit, au cours du cycle conjoncturel, par une rigidité de l'absorption interne à un niveau élevé.

Au cours de l'expansion conjoncturelle, le cours du dollar est doublement affecté par l'anticipation de sa dépréciation de long terme et par l'excès prononcé du déficit courant sur un déficit soutenable qui se réduit. Cet excès découle de la permanence de l'impulsion budgétaire et de l'accroissement conséquent du décalage conjoncturel par rapport à l'étranger. Dans une économie internationale financièrement intégrée, cette conjonction peut être à la source d'une surréaction à la baisse du dollar : pour que les titres en dollars bénéficient d'un rendement comparatif suffisant, il faut que le dollar se déprécie par rapport à sa valeur de long terme attendue de telle sorte que l'espérance de réappréciation ultérieure contribue positivement à ce rendement. La surréaction prend fin lorsque les exportations nettes et la balance courante américaines bénéficient suffisamment de la dépréciation du dollar. Le resserrement budgétaire y contribue aussi, si le gouvernement profite du haut niveau d'activité pour réduire l'impulsion budgétaire. Le dollar peut alors se réapprécier, en direction de sa nouvelle valeur d'équilibre de long terme.

Dans ce schéma 3, le cheminement conjoncturel du dollar est fortement modifié par rapport au cycle conjoncturel standard du schéma 2. De plus, ce cheminement n'est pas neutre pour la conjoncture internationale, puisqu'il tend à aggraver le décalage conjoncturel avec les autres pays.



### ... que les influences de court terme ne devraient pas contrarier

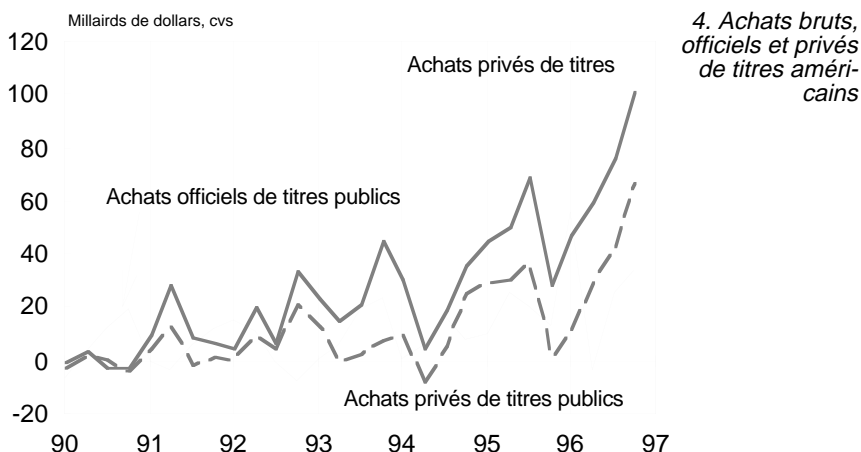
L'analyse qui précède, en interprétant la hausse présente du dollar comme une normalisation durable (et en partie inachevée) du paysage monétaire international, va incontestablement à l'encontre du consensus actuel. Pour beaucoup de commentateurs, l'appréciation récente du dollar tient à la conjonction de facteurs favorables, mais éphémères. Elle ne serait pas durable, car ses leviers principaux seraient les plus-values sur le marché boursier, dont le contenu largement spéculatif ne garantit pas la pérennité, et les écarts de taux d'intérêt favorables au dollar que les reprises européennes et japonaise devraient progressivement résorber. Si un resserrement significatif de la politique monétaire américaine, jugé inéluctable par certains mais jusque-là repoussé, se produisait enfin, il pourrait déclencher la dégrue de la valeur des actifs boursiers. Les écarts de taux positifs, entre les Etats-Unis et l'Allemagne ou le Japon, seraient avant tout l'expression d'une prime de risque liée à l'anticipation d'une dépréciation future du dollar et des actifs libellés dans cette devise. En même temps, l'assise privée de l'appréciation du dollar serait assez fragile, les Banques centrales, en particulier japonaise, étant suspectées d'être largement intervenues sur les marchés de change. Il est vrai que le financement sans douleur du déficit des paiements américain doit pour une large part aux interventions massives des Banques centrales : les achats officiels de titres américains ont dépassé, au cours des trois premiers trimestres de 1996, les achats nets privés. Après avoir contribué à la dépréciation de sa monnaie, afin d'atténuer le handicap de compétitivité inhérent à la

surévaluation du yen, la Banque du Japon serait confrontée aux limites de cette stratégie. Elle devrait maintenant s'efforcer de rétablir une certaine confiance dans le yen, afin de redonner du tonus au marché boursier, dont la chute met en péril la santé financière des organismes de crédit. Elle ne participerait donc plus, par ses achats massifs, au renforcement de la devise américaine. Au début du mois de février, les Banques centrales du G7 ont d'ailleurs exprimé officiellement, leur volonté de stabiliser les parités aux niveaux alors atteints (120 yen et 1,70 DM pour 1 dollar).

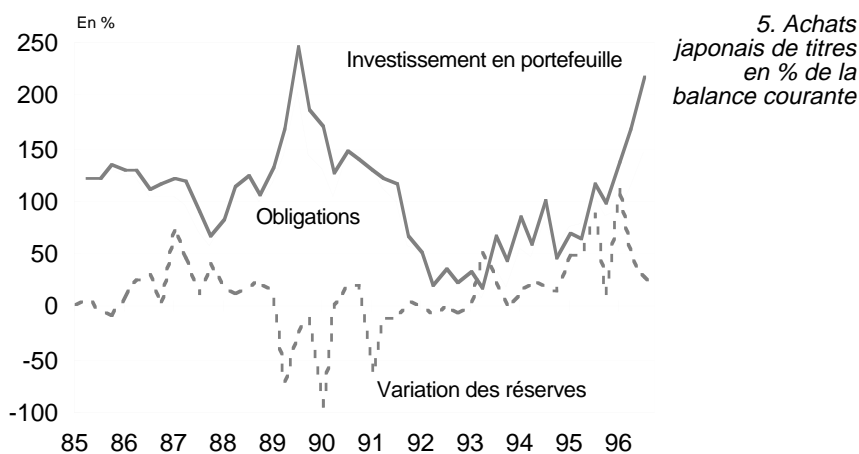
Or, en dépit de l'argumentaire qui précède, la présente prévision envisage un point d'équilibre du dollar se situant à un niveau sensiblement plus élevé que cette dernière référence. Les non résidents seraient prêts à financer le déficit courant américain sur la base d'un dollar rejoignant les niveaux de 1,9 DM et 130 yens d'ici la fin 1997. Il se stabiliserait en 1998 au voisinage de ces niveaux, lorsque la convergence conjoncturelle se sera affirmée au sein de l'OCDE. Au-delà des facteurs fondamentaux précédemment avancés, dont les évolutions de court terme peuvent assez aisément s'affranchir, il est donc nécessaire de revenir sur la logique que déroulent les tenants d'un dollar faible.

Il faut en premier lieu amender certains éléments avancés par ces derniers au regard des évolutions les plus récentes. Si le rôle des Banques centrales a été déterminant jusqu'au début de l'année 1996, pour relayer la demande privée de dollars, lorsque cette dernière était déficiente (graphique 4), il faut aussi noter que la hausse plus récente du dollar relève principalement du jeu des investisseurs privés. La demande privée est suffisamment vigoureuse pour permettre un repli des interventions officielles. Et si l'on considère que les arbitrages japonais ont une influence importante, les évolutions récentes des mouvements de capitaux nippons illustrent bien ce changement (graphique 5). Les réserves japonaises diminuent même en janvier, pour la première fois depuis plus de trois ans. La Banque du Japon aurait d'ores et déjà inversé le sens de ses interventions, passant d'un soutien en faveur du dollar à un soutien en faveur de sa propre devise.

Le second point de divergence tient à la perception de la politique monétaire américaine. Cette dernière est souvent suspectée de rester trop souple dans le contexte conjoncturel que traverse l'économie américaine même après le relèvement du taux des fonds fédéraux le 25 mars dernier. Un nouveau durcissement, dont l'impact serait suffisamment sévère pour déstabiliser le prix des actifs, est de ce fait fréquemment anticipé. Si cette perspective n'est pas retenue ici, c'est que, contrairement à ce point de vue, le caractère préventif de la politique actuelle est jugé suffisant pour éviter un tour de vis excessif, et les conditions de liquidité en mesure de prévenir un emballement du marché des actions. Ce constat ne renvoie pas seulement au fait que l'inflation demeure contenue ou que le niveau des taux réels est en ligne avec le faible niveau des tensions sur l'offre tel que permettent d'en juger les délais de livraison, les indicateurs de taux d'utilisation des capacités ou d'écart à la production potentielle. Il s'appuie aussi



Source : US Department of commerce.



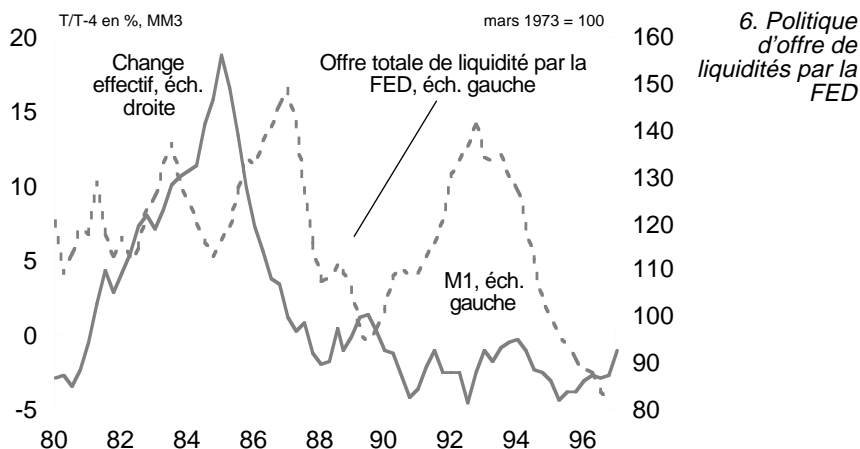
Source : Banque du Japon.

sur la maîtrise de la liquidité par la Banque centrale. Depuis 1994, la FED est revenue à une gestion beaucoup plus stricte de la liquidité bancaire et fiduciaire. Le graphique 6 montre la croissance de la liquidité offerte par la Banque centrale, c'est-à-dire la somme des pièces et billets émis et de la liquidité bancaire, en contrepartie principalement des achats de devises et des opérations d'open-market. Cet indicateur a un profil cyclique marqué, mais déformé par certains facteurs particuliers. La crise des caisses d'épargne a dopé l'émission de dollars par la FED au début des années quatre-vingt-dix, et la crise du peso mexicain a entravé momentanément sa décline au début de 1995. Ces deux éléments ont été invoqués par le passé pour contribuer à expliquer la faiblesse chronique du dollar. Mais inversement, les conditions de liquidité sont revenues aujourd'hui dans une zone qui ne s'oppose plus à une appréciation du dollar. Ce constat est encore renforcé si

l'on considère les évolutions comparées des bases monétaires allemande et surtout japonaise. Si l'économie américaine connaît une croissance encore soutenue des agrégats monétaires plus larges (M2 ou M3), elle le doit à l'émission antérieure de dollars par la FED, dont les effets multiplicateurs sur le crédit interne nécessitent du temps pour être complets, et à la récupération par les agents résidents américains, *via* le jeu des mouvements de capitaux, des balances dollar accumulées à l'étranger dans le passé.

Enfin, pour les tenants d'un dollar faible, les écarts de taux joueraient assez rapidement en défaveur du dollar. Ce n'est pas le scénario retenu par cette prévision. Une légère détente des taux courts est envisageable aux Etats-Unis, dans le courant de l'année 1997, compte tenu du resserrement en fait déjà acquis des conditions de liquidité et de la récente hausse des fonds fédéraux. Mais cette faible décrue, associée à une inflation stable, ne devrait provoquer qu'un changement mineur sur les taux longs nominaux ou réels. En Allemagne, il est difficile d'envisager à horizon de 1997 un resserrement de la politique monétaire. Les taux courts réels ont certes atteint un niveau bas au regard de la pratique des années quatre-vingt. Mais l'impératif de restructuration et la forte montée du chômage diffèrent tout risque d'inflation salariale. Dans ce contexte, une ultime baisse des taux courts, destinée à consolider un début de reprise est même probable. Une amorce de resserrement est en revanche envisageable à partir de 1998. Ce contexte monétaire durablement assoupli, sans anticipation de tensions inflationnistes, ne peut qu'être favorable à une poursuite, lente certes, de la détente des taux longs, une fois digérée la poussée temporaire récente suscitée par les hausses américaines et le début de la reprise européenne.

A moins d'envisager un accroissement de la prime de risque liée aux incertitudes sur le processus de réalisation de la monnaie unique, peu d'éléments paraissent susceptibles de contrarier cette tendance. Même à considérer cette éventualité, une appréciation de la prime de risque européenne n'est en rien favorable à une réorientation des portefeuilles en faveur des monnaies européennes. On retrouve ici un autre argument contestable pour justifier le caractère éphémère de la valorisation de la devise américaine. Cette dernière se serait nourrie de la plus forte probabilité attribuée à la réalisation de l'EURO. Si le risque associé à la détention de la devise allemande a pu s'en trouver accru, en retour toutes les incertitudes entourant l'échéance de 1999 ne sont pas favorables au DM. A moins d'envisager un abandon de l'EURO, qui pourrait redonner au DM son attribut de valeur refuge, ou la restriction de l'Union monétaire aux pays les plus vertueux de la zone mark, qui ferait de l'EURO un équivalent du DM, les complications pouvant affecter les phases 1 et 2 de l'unification sont peu susceptibles de raviver les couleurs de la devise allemande. Surtout, si comme cela est le plus probable, ces complications résultent de la difficulté à respecter les critères de convergence, spécialement en Allemagne.



Source : Federal Reserve.

## Un partage plus équilibré du commerce mondial

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, la montée en puissance des économies émergentes, les décalages conjoncturels persistants au sein de l'OCDE et les mouvements de change ont profondément perturbé la répartition des flux de commerce international. L'incidence directe des mouvements de change n'en est pas seule responsable. Lorsqu'on compare pour chacun des grands pays (graphiques 7), les évolutions des parts de marché, selon qu'elles rapportent les exportations manufacturières du pays à l'ensemble des importations mondiales (hors les siennes propres) ou à la demande qui lui est spécifiquement adressée (c'est-à-dire prenant en compte la destination géographique traditionnelle de ses exportations), les différences sont significatives. L'Allemagne, la France, voire le Royaume-Uni, ont connu, depuis 1990-1991, une baisse de leurs parts de marché, appréciées par rapport aux importations mondiales, parce que la dépression du commerce intra-européen a aggravé l'impact des pertes de compétitivité affectant, via les variations de change, les deux premiers pays : ces pertes expliquent pour l'essentiel la baisse des parts de marché sur la demande adressée, mais cette baisse n'est surtout marquée que pour l'Allemagne. Pour la France, il ne s'agit que d'un lent glissement négatif. Et si les exportations britanniques ont assez peu bénéficié de la dépréciation de la livre jusqu'en 1996, c'est parce que les exportateurs britanniques ont fait le choix d'une amélioration prioritaire de leurs marges bénéficiaires.

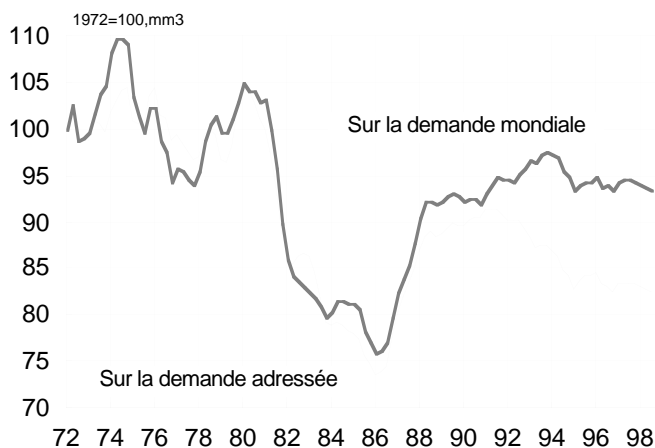
A l'inverse l'évolution géographique du commerce international a été, au cours des années récentes, plus favorable aux Etats-Unis (où elle a permis une hausse des parts de marché par rapport aux importations mondiales) et au Japon (où elle a freiné les pertes provoquées par la revalorisation passée du yen) : dans les deux cas, le branchement actif sur les économies émergentes d'Asie a joué un rôle essentiel.



7. Parts de marché à l'exportation des cinq grands pays de l'OCDE

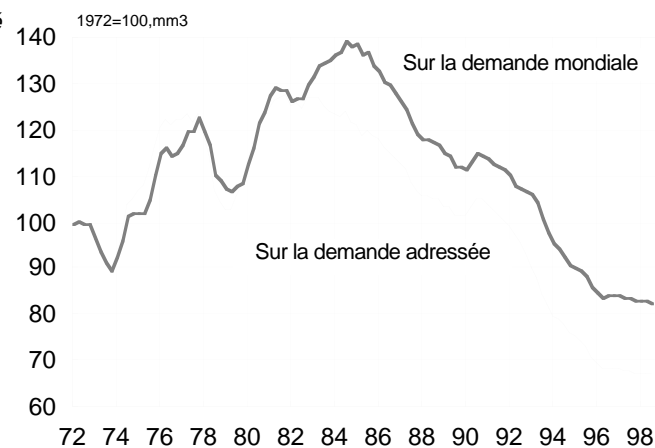
7. Part de marché des Etats-Unis

a)



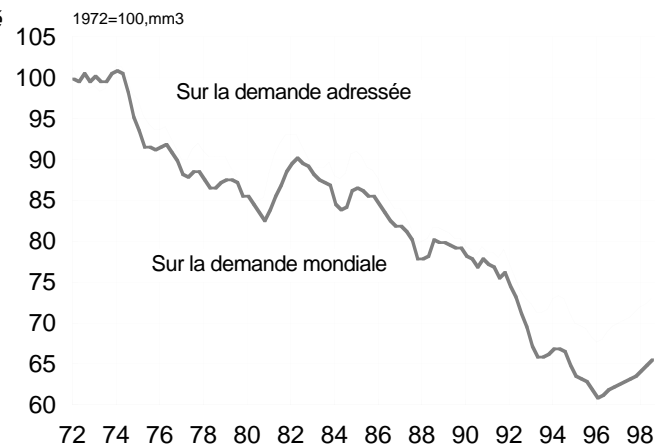
7. Part de marché du Japon

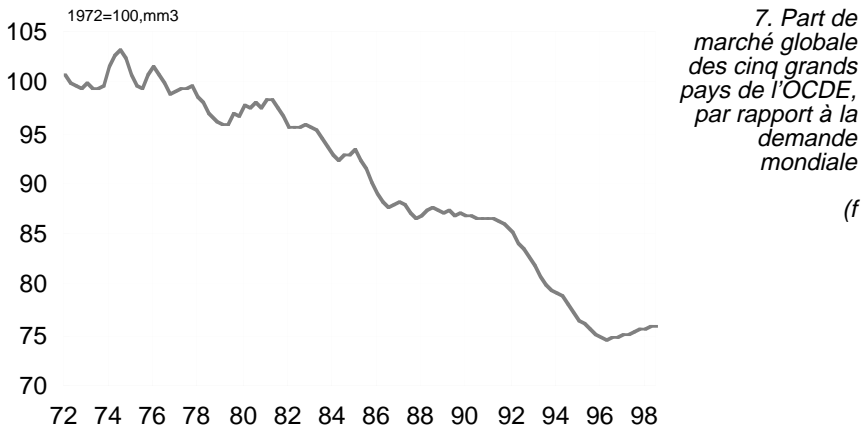
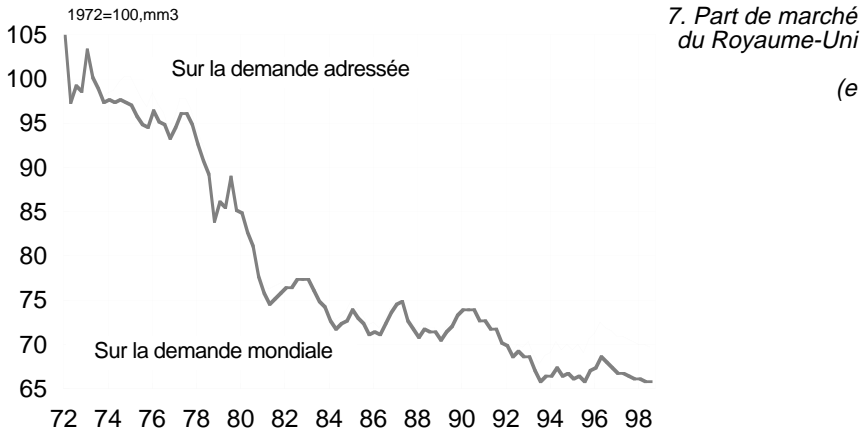
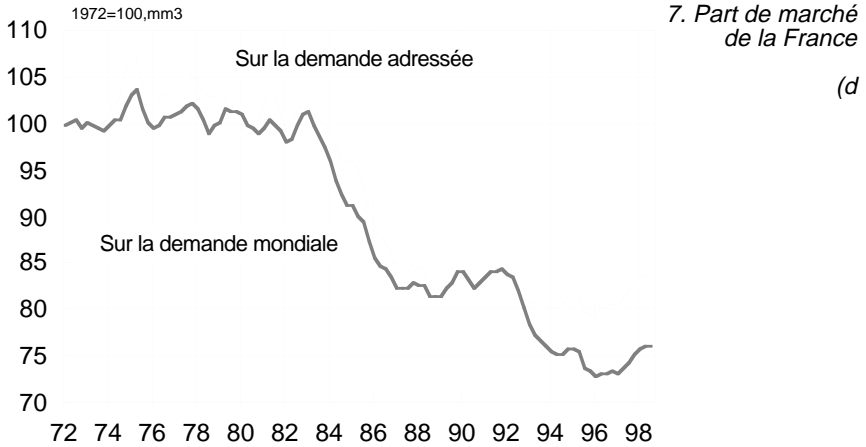
b)



7. Part de marché de l'Allemagne

c)



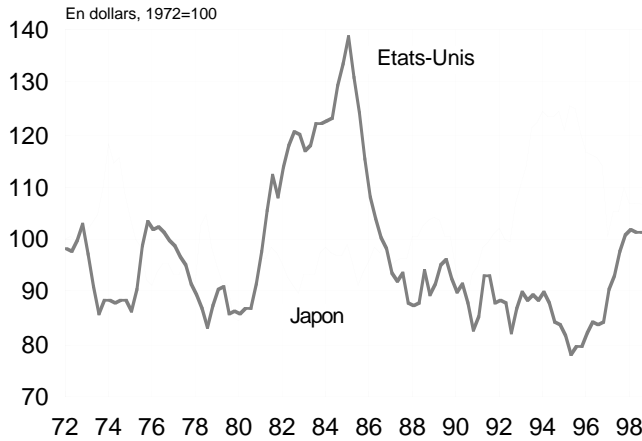


Sources : OCDE, Bundesbank, estimations et prévisions OFCE.

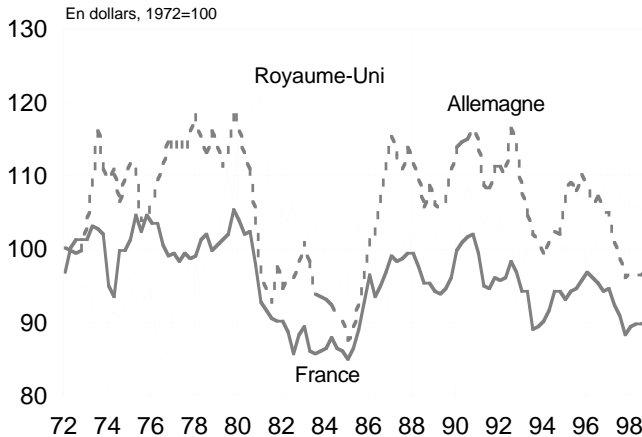
En 1997 et 1998, les parts de marché individuelles de l'Allemagne, de la France et du Japon vont bénéficier de l'impact de la remontée attendue du dollar sur les prix relatifs à l'exportation (graphiques 8). Fin 1997, l'Allemagne et la France retrouvent vis-à-vis des Etats-Unis une compétitivité-prix qui n'avait jamais été aussi bonne depuis le milieu des années quatre-vingt. Mais le redressement de leur participation au commerce international dépendra aussi de l'intensification du commerce intra-européen. Dans cette prévision, la croissance des importations européennes (qui s'adressent pour une large part aux pays européens eux-mêmes) rejoint au cours de 1997 le rythme d'expansion du commerce international (de l'ordre de 7 % l'an) puis le dépasse un peu en 1998, lorsque ce rythme s'élève à proximité de 8 % l'an. C'est supposer bien sûr que les politiques économiques européennes ne se contentent pas de miser sur l'amélioration de la compétitivité mais contribuent positivement à la consolidation de l'expansion européenne commune, ou du moins ne la handicapent pas.

8. Prix relatifs à l'exportation des produits manufacturés \*

a)



b)



\* Rapport du prix des exportations du pays considéré sur la moyenne des prix de ses principaux concurrents.

Sources : OCDE, Bundesbank, estimations et prévisions OFCE.

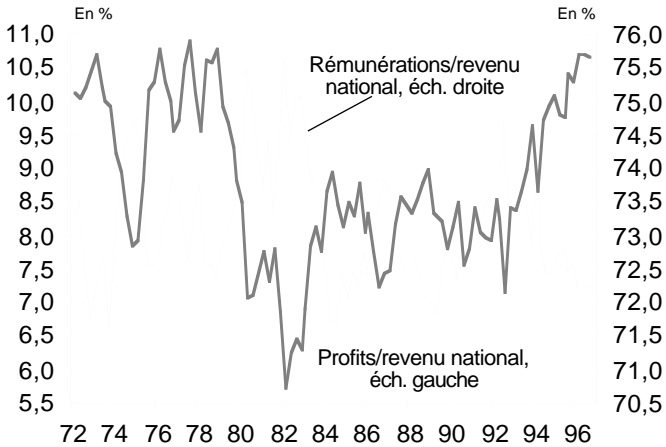
## **Etats-Unis : go and go... jusqu'à quand ?**

Après 2 % en 1995, le taux de croissance moyen annuel en 1996 a atteint 2,4 % sous l'effet conjugué d'un ensemble de facteurs : une progression stable et dynamique de la consommation des ménages, une contribution forte, bien qu'irrégulière de la FBCF, une exceptionnelle progression des exportations de biens et services au quatrième trimestre, un ralentissement continu des importations, enfin des variations de stocks qui ont joué normalement leur rôle d'amortisseur des fluctuations de la demande. La tendance des ratios stocks/ventes reste baissière et leurs niveaux bas, ce qui permet d'envisager la poursuite d'un stockage modéré. L'investissement résidentiel a connu un rebond au premier semestre 1996, qui efface partiellement l'acquis médiocre de 1995, avant de se replier de nouveau sur la deuxième partie de l'année. Ce profil heurté, similaire à celui de la consommation de biens durables, s'explique en partie par les hésitations des taux longs. Comme les taux hypothécaires ne se sont pas encore retournés à la hausse et que, plus généralement, les conditions de taux nominaux restent favorables en cette phase du cycle comparativement au cycle précédent, on peut s'attendre de nouveau à un léger rebond de l'investissement résidentiel au début de 1997. Ce mouvement devrait s'épuiser progressivement, parallèlement au moindre recours à l'endettement de la part des ménages.

Les bonnes performances de la croissance américaine sont largement retracées par les évolutions des indicateurs conjoncturels. Depuis la mi-1996, l'indice NAPM indique une contribution positive du secteur manufacturier à ces performances, contrairement à 1995. Les créations d'emplois salariés non agricoles sont restées sur un rythme soutenu d'environ 220 000 par mois, permettant un infléchissement supplémentaire du taux de chômage en 1996 par rapport à 1995 (5,4 % après 5,6 %). Ces créations d'emplois soutiennent les revenus et la confiance des consommateurs, qui sont capables de concilier une consommation active et le redressement de leur effort d'épargne. Le profil de l'indicateur avancé, qui s'était retourné à la hausse dès la fin 1995 et qui, depuis, ne connaît pas d'hésitations dans sa progression, sauf une légère inflexion sur la fin 1996, présage d'une croissance encore dynamique dans les mois à venir. Ses différentes composantes sont encore bien orientées en mars 1997, particulièrement celles relatives au marché du travail, aux commandes, à la bourse et aux anticipations des ménages. La composante M2 de la masse monétaire a néanmoins interrompu depuis le printemps 1996 l'accélération engagée depuis le printemps 1995 et son expansion se situe, à la fin 1996, sur un palier, de l'ordre de 4 % l'an. L'écart entre taux d'intérêt long et court reste positif mais sa baisse de la mi-1994 jusqu'au début 1996 est à prendre en considération et relativise la portée de son retournement haussier du début 1996. L'indicateur de diffusion associé aux indicateurs avancés est orienté à la hausse depuis le début de 1995.

Les conditions de formation des profits restent favorables. L'accélération du rythme de croissance des salaires (en glissement trimestriel, le taux de croissance des salaires dans les secteurs privé non

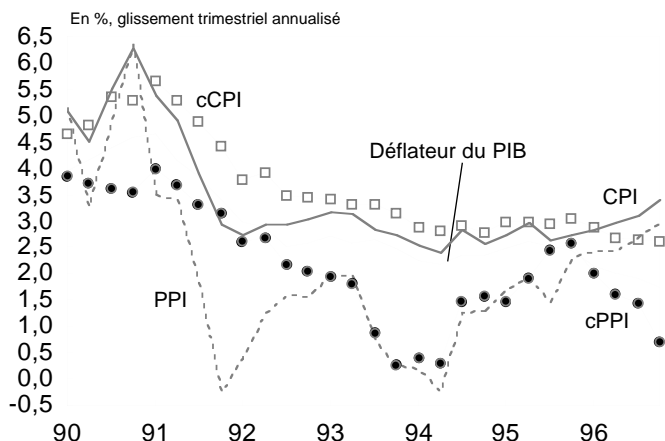
9. Le partage du revenu national aux Etats-Unis



Sources : Département du commerce, calculs OFCE.

agricole et manufacturier a presque renoué avec le rythme atteint à la fin des années quatre-vingt — à savoir 4 %) n'a pas empêché jusqu'à présent la bonne tenue de la part des profits dans le revenu national (graphique 9). La légère remontée de la part des rémunérations sur le début 1995 ne s'est pas consolidée par la suite. Pourtant, depuis le début 1995, la rémunération horaire réelle (déflatée par le prix du PIB) progresse, dans le secteur privé non agricole, à un rythme trimestriel moyen nettement supérieur à celui des gains de productivité, impliquant une pression croissante sur les coûts salariaux unitaires<sup>3</sup>. Les grands principes revendicatifs ont en effet très progressivement évolué depuis 1991. La sécurité de l'emploi et la protection des travailleurs contre l'escalade des prix des soins médicaux sont restées les deux grandes préoccupations. Au début du cycle, les syndicats étaient évidemment particulièrement sensibles à la question de la sécurité de l'emploi mais, alors que la reprise se confirmait, cet enjeu est resté un objet majeur de revendication, dans un contexte où l'automatisation des processus de production et la restructuration des entreprises restaient d'actualité. Les revendications de salaires proprement dites ont pâti de cet objectif, mais aussi des arguments de compétitivité des entreprises et de restrictions budgétaires des collectivités locales. Deux autres facteurs ont joué pour contenir les salaires négociés. Le premier

3. L'apparente incohérence entre la baisse de la part des rémunérations dans le revenu national et la hausse des coûts salariaux unitaires vient des incertitudes statistiques qui pèsent sur les données de PIB et de revenu national telles que connues et calculées aujourd'hui. La différence d'évolution entre les deux agrégats tient principalement à une composante d'ajustement statistique qui réconcilie le PIB optique dépenses au PIB optique revenu (dont la dénomination exacte dans la comptabilité américaine est le revenu intérieur brut). Les révisions ultérieures de la comptabilité nationale pourraient conduire à des modifications de cet ajustement sans que l'on sache aujourd'hui dans quel sens le PIB et le revenu national seront affectés. Dans ce contexte, il reste des incertitudes sur le fait de savoir si le partage du revenu évolue vraiment en défaveur des salaires. En dehors de ce problème d'ajustement statistique, la compatibilité entre une hausse de la part des rémunérations dans le PIB et celle des profits depuis la mi-1994 s'explique en partie par la baisse marquée de la part des intérêts nets qui conduit à relativiser le discours selon lequel les profits se font au détriment des salaires.



10. Différents indices de prix aux États-Unis

Note : cCPI = indice de base des prix à la consommation  
 CPI = indice des prix à la consommation  
 cPPI = indice de base des prix à la production de biens finis  
 PPI = indice des prix à la production de biens finis  
 Source : Département du commerce.

est le recours de plus en plus important aux primes forfaitaires qui se substituent aux augmentations annuelles et qui ne sont pas intégrées dans le calcul du salaire <sup>4</sup>. Le second facteur est le moindre recours aux clauses COLA (*cost of living adjustments*) qui protègent les salaires de l'évolution du coût de la vie <sup>5</sup>. Compte tenu des fortes créations d'emplois sur 1996 et de certaines revendications récentes, les négociations salariales pour 1997 pourraient afficher des objectifs de progression de salaires plus ambitieux mais ne dépassant pas 4 %. L'accélération salariale déjà enregistrée serait ainsi confirmée.

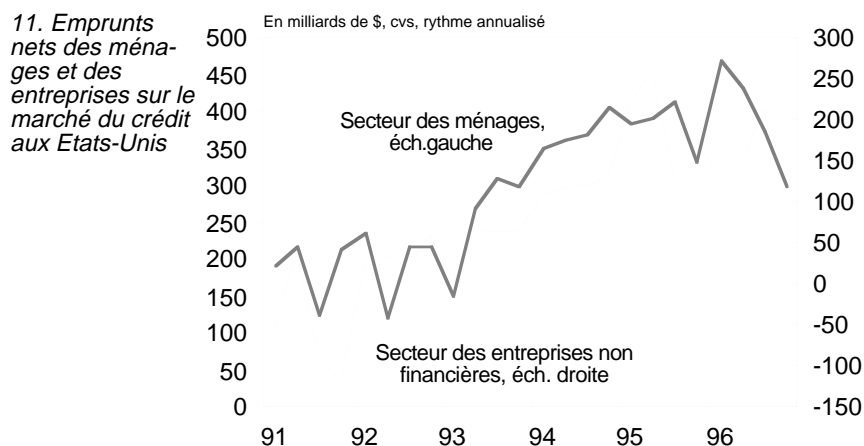
Dans ce contexte, l'analyse de la politique monétaire mérite d'être nuancée. Le *Federal Reserve System* paraît, au premier degré, faire preuve d'attentisme, face à l'accélération de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation. L'examen des facteurs de cette accélération permet cependant de conclure qu'elle ne reflète pas de tensions excessives. Elle tient principalement à la forte augmentation des prix de l'énergie et de l'alimentation (graphique 10). La Banque centrale a sans doute considéré que cette situation n'était pas révélatrice de risques inflationnistes élevés et que le maintien des taux d'intérêts réels à proximité de leurs niveaux actuels serait suffisant pour les réduire. Les conditions monétaires actuelles, en fait relativement restrictives depuis la mi-1994, n'exigeraient pas de resserrement supplémentaire trop sévère : l'apparition de goulots d'étranglement n'est pas imminente compte tenu de l'impact de l'investissement sur les ca-

4. Les progressions salariales négociées pour les travailleurs concernés sont alors plus faibles. Ce système implique un caractère discrétionnaire plus affirmé des politiques salariales d'entreprises. Il introduit aussi une plus grande flexibilité des rémunérations nominales.

5. Ce recours a d'abord baissé mécaniquement avec la destruction d'emplois dans les industries les plus couvertes. Ensuite, ces clauses ont été supprimées ou suspendues. Aujourd'hui, les syndicats troquent cet ajustement contre une meilleure couverture des frais médicaux, des retraites plus importantes, des garanties accrues de sécurité de l'emploi.

capacités de production <sup>6</sup>. Si on tient compte de la progressivité de la réaction de l'économie aux interventions de la Banque centrale, on peut aussi considérer que l'éviction des ménages de l'accès aisé au crédit est désormais engagée (graphique 11). Cette éviction partielle est souvent associée à la phase terminale d'une expansion américaine. Elle a cependant été compensée, jusqu'à aujourd'hui, par le dynamisme du revenu disponible et aussi par des effets de richesse, propulsés par le dynamisme de la bourse. Si la restriction des liquidités finissait par mordre sur l'activité et les anticipations de profits, un retournement de ces effets de richesse pourrait s'enclencher assez vite et serait susceptible de briser la course-poursuite entre montée de la bourse et bonne tenue de l'activité. Mais sous l'hypothèse de la crédibilité de restriction progressivement menée jusque-là par le *Federal Reserve System*, un resserrement supplémentaire d'une sévérité telle qu'il déstabiliserait violemment la bourse peut être évité. L'économie américaine peut s'adapter sans crise à une remontée du taux d'épargne, à un approvisionnement en liquidités moins abondant et à un dollar plus fort. Cette appréciation du dollar ne devrait que modérément peser sur la croissance américaine en raison de son impact expansionniste prononcé sur les économies partenaires des Etats-Unis, qui fournit de nouvelles opportunités d'exportation et d'investissement aux entreprises américaines.

Après six années de croissance, la probabilité d'une récession à l'horizon 1998 reste limitée. Cette probabilité ne s'affirmerait que si la conjonction d'une nouvelle vague de consommation et d'endettement des ménages et d'une relance de l'investissement des entreprises par la reprise internationale débouchait sur une surchauffe élevant les taux longs. Dans cette prévision, l'économie américaine s'élève transitoirement au-dessus de son rythme potentiel, mais les tensions



Note : les chiffres du quatrième trimestre 1996 sont une première estimation  
 Source : Federal Reserve System.

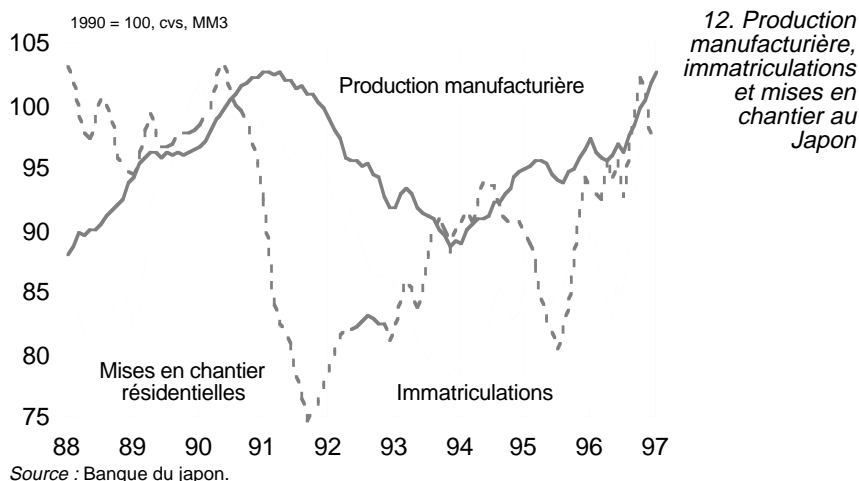
6. Ainsi, alors que la production industrielle a progressé d'un peu plus de 3 % en moyenne annuelle sur 1996, le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie n'a augmenté que d'à peine 1,5 point.

restent contenues. Une poursuite de la croissance à un rythme de 2,8 % est envisagée pour 1997 grâce à une demande intérieure encore dynamique, avant un infléchissement en 1998 à 2 %. Ce profil s'accompagne d'un rythme d'inflation assez soutenu en 1997 (3,1 % comme en 1996) mais en retrait dès 1998 (2,9 %).

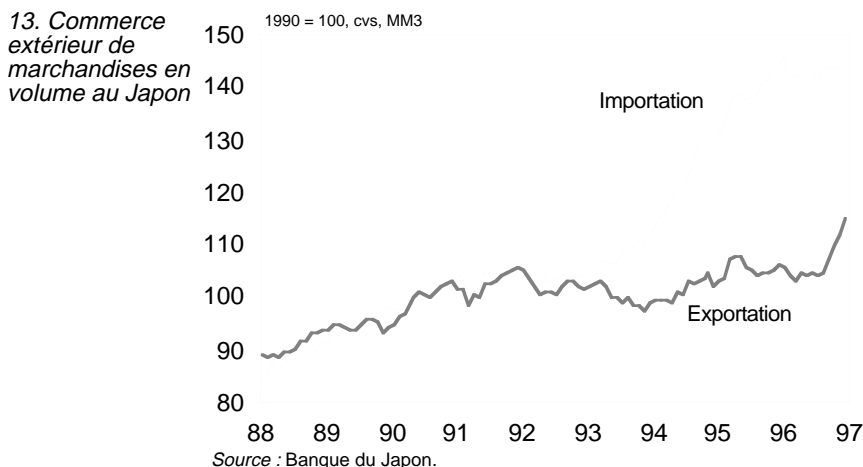
## Le yen, au service de la convalescence japonaise

L'activité japonaise a connu une fin d'année 1996 favorable (graphique 12). Si l'investissement public a bien opéré le repli prévisible, la consommation de biens durables (en particulier automobile) et l'investissement en logement ont soutenu l'activité, et continuent à porter la croissance en début d'année 1997. La forte décrie du yen commence également à produire ses effets sur les volumes d'exportation et d'importation. Parallèlement, les industries poursuivent leurs efforts de déstockage. La reprise continue de l'investissement productif, assez peu sensible aux aléas de la demande depuis deux ans, semble indiquer une relative confiance quant aux perspectives de croissance à moyen terme, ou, plus probablement, un important courant de rationalisation.

L'amélioration de la contribution extérieure s'appuie sur des éléments de compétitivité qui devraient positivement et durablement affecter la croissance sur l'horizon de cette prévision (graphique 13). Les doutes demeurent en revanche à propos de la vigueur véritable de la demande privée. La perspective de hausse de la TVA au printemps a probablement provoqué des achats par anticipation dont il est difficile d'évaluer l'ampleur. La rechute de la bourse a par ailleurs remis sur le devant de la scène la fragilité financière des organismes de crédit. Face à une crise durable, que le gouvernement analyse comme un dysfonctionnement des institutions et des marchés (mauvaise évaluation des risques liée à une déficience du contrôle prudentiel des organismes de crédit, défaut d'adaptation à la concurrence en raison d'une







excessive cartellisation de l'économie), l'objectif de déréglementation s'est raffermi. Il devrait se concrétiser d'ici 2001 par une libéralisation financière renforcée prenant la forme d'une indépendance accrue de la Banque centrale vis-à-vis du ministère des finances, d'un abandon du contrôle des changes, d'un décloisonnement du secteur bancaire et d'une autorisation des holdings (encadré 2). Ces éléments rappellent que la restructuration de l'appareil industriel et financier, avec, en ligne de mire, une normalisation des prix et des rendements au regard des critères internationaux, continuera à peser sur l'économie nipponne dans les années à venir.

Cependant, la décure du yen adoucit incontestablement l'ampleur de l'ajustement nécessaire, en participant à la correction des distorsions passées. Le retour à un taux de change plus conforme à la productivité d'ensemble de l'appareil productif, et non plus du seul secteur exposé, facilite l'alignement des prix du marché intérieur nippon sur ceux des économies concurrentes. Au début de 1995 (avec un dollar voisin de 80 yen), la surévaluation des prix de production japonais par rapport à ceux des Etats-Unis était de l'ordre de 50 %. Avec une parité voisine de 125 yen, la surévaluation n'est plus que de 10 %. Les évolutions de change clarifient, comme en Europe, les perspectives de croissance de façon décisive en atténuant la pression sur les marges et les coûts des entreprises.

L'activité japonaise est ainsi soumise au jeu de forces contradictoires : d'un côté, un repli des dépenses publiques et une hausse de la fiscalité, dans un contexte de faible croissance salariale, aggravé par le probable reflux transitoire de la consommation et de l'investissement résidentiel après la hausse de TVA ; de l'autre, un effet stimulant de la dépréciation du yen. Les forces négatives paraissent incontestablement l'emporter en milieu d'année 1997, et vont probablement fragiliser la confiance des entreprises et des consommateurs. Au delà, grâce à une demande étrangère soutenue, l'économie japonaise pourrait renouer avec un rythme de croissance sensiblement supérieur à son potentiel.

## **2. Projet de déréglementation au Japon**

Le gouvernement japonais semble s'engager, de manière plus volontariste que par le passé, dans la mise en œuvre d'une réforme administrative. Le premier ministre Ryutaro Hashimoto qualifie un peu abusivement de « Big Bang » à la japonaise ce programme de déréglementation. Les réformes entreprises vont dans le sens d'une réduction prudente des fonctions réglementaires du ministère des finances. Conscient de la fragilité des secteurs financiers et productifs, l'Etat est cependant loin d'abandonner ses prérogatives de contrôle, et se donne jusqu'en 2001 pour réaliser son plan.

Le projet soumis au parlement avant le 18 juin 1997 vise :

- la réforme du mode de contrôle des institutions financières : la supervision des banques, maisons de titres, compagnies d'assurances et organismes non bancaires (à l'exception des institutions sous tutelle du MITI et des ministères du travail et de l'agriculture), est retirée au ministère des finances pour être confiée à une agence qui sera créée entre le 1<sup>er</sup> avril et le 1<sup>er</sup> juillet, et sera rattachée aux services du Premier ministre. Cet organisme sera chargé d'améliorer les règles de gestion, de contrôler les projets de fusion. Il pourra allouer des fonds à l'organisme d'assurance des dépôts, si la faillite bancaire qui le nécessite ne crée pas un risque systémique (auquel cas le ministère des finances devra être consulté). La commission de surveillance des Bourses et des valeurs sera rattachée à cette nouvelle agence.

- une autonomie accrue de la Banque centrale, qui entrerait en œuvre en avril 1998 : le ministère des finances n'aura plus le contrôle du haut personnel de la Banque du Japon. Cependant le ministère gardera un droit d'approbation sur le budget de la Banque centrale, et le grand argentier de même que d'autres ministres pourront assister aux délibérations du comité de politique monétaire, composé du gouverneur de deux sous-gouverneurs et de six experts désignés par le gouvernement. Ce dernier peut différer l'application des décisions du comité.

- l'autorisation de la création de sociétés de holding : cette réforme met fin à une interdiction ancienne de 51 ans et destinée initialement à lutter contre les monopoles. Cette législation, déjà largement contournée par les keiretsu, est devenue un obstacle à la restructuration des secteurs industriels et financiers, et au développement du marché des actions. La taille, comme la part de marché des nouveaux holdings sera, quoi qu'il en soit, soumise à des limites restrictives (actif inférieur à 15 000 milliards de yen, moins de 10 % des parts de marché), afin de servir la flexibilité, et non le renforcement des monopoles. Son premier objet sera de permettre la scission de Nippon Telegraph en plusieurs branches (longues et courtes distances). Cependant, la principale revendication du patronat japonais, visant l'autorisation de la consolidation des pertes et des profits au sein d'un même holding, n'est pas autorisée.

- le décloisonnement du système financier : élimination des barrières entre les activités bancaires, d'assurance et de courtage. Les fonds de pension se voient en particulier autorisés à investir plus de 20 % de leur portefeuille en actions.

- la libéralisation des opérations de change : les banques perdraient le monopole des opérations de change. Implicitement cette libéralisation remet sur le devant de la scène certains handicaps de la place de Tokyo et amène à s'interroger sur le maintien de l'impôt de bourse, le contrôle des commissions de courtage...

L'année fiscale, débutant en avril 1997, prendra une tournure nettement restrictive, qui rompt avec les tendances passées, et devrait se solder par une ponction nette des administrations publiques voisine de 2 % du PIB. Le déficit des administrations publiques est estimé à un peu plus de 4 % pour 1996, celui de l'administration centrale et locale étant proche de 7 %. Le budget adopté prévoit une nette réduction du déficit de l'administration centrale obtenue grâce à une majoration de la fiscalité et une décrue des dépenses d'investissement. Le passage de 3 à 5 % de l'impôt sur la consommation au 1<sup>er</sup> avril doit théoriquement entraîner un surcroît imposé de dépenses de 5100 milliards de yens pour les consommateurs. Compte tenu de la réduction des marges des producteurs et des distributeurs, la ponction devrait plutôt être de l'ordre de 2500 milliards de yens en année calendaire (0,8 % de la consommation). A cet élément s'ajoute l'abandon, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1997, de la baisse de fiscalité temporaire de 2000 milliards de yen, en vigueur depuis trois ans, qui opère une ponction supplémentaire équivalant à 0,7 % de la consommation. Enfin un accroissement des contributions des salariés, en faveur des régimes de retraite et de santé, devrait alourdir les transferts en faveur de la sécurité sociale d'environ 2000 milliards de yen. Au total, l'effort d'assainissement budgétaire se traduirait par une majoration de la fiscalité et des transferts équivalant à 2 % de la consommation des ménages.

Dans le même temps, les dépenses d'investissement public, que l'important collectif de septembre 1995 avait dopées, devraient retrouver un niveau plus conforme à ce que prévoyait le plan d'investissement à moyen terme. Malgré l'adoption, en fin d'année 1996, d'un budget supplémentaire de 2700 milliards de yens (consacré essentiellement à la reconstruction de Kobe), l'investissement public devrait reculer de 6 % en termes réels (repli largement acquis au cours du second semestre de 1996).

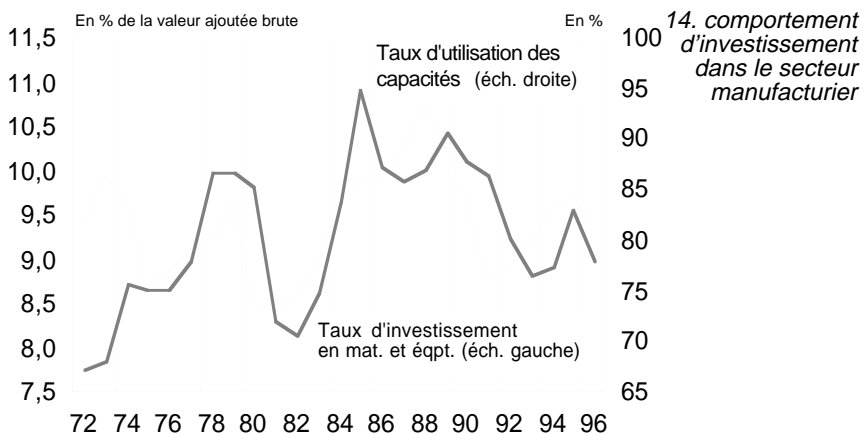
Cet assainissement budgétaire se produit sans que les évolutions salariales soient véritablement susceptibles d'en atténuer la portée sur la consommation. Les salaires devraient progresser au rythme de 3 % en 1997 (à peine supérieur à celui de 1996). L'amélioration des demandes étrangère et publique a certes eu un impact favorable sur les profits des entreprises, mais il est peu probable que ces gains soient distribués sous forme de bonus aux salariés. D'une part, compte tenu de leur stratégie de délocalisation, les entreprises sont plus sensibles que par le passé à la hausse des coûts intermédiaires importés. D'autre part, la perte de maîtrise des prix sur le marché intérieur, liée à son ouverture croissante, se répercute sur la formation des salaires. Enfin, il est probable que l'impératif de normalisation du marché boursier japonais (dont les rendements sont anormalement bas), impose une distribution accrue des profits sous forme de dividendes. Le portefeuille d'action des ménages s'étant réduit, cette redistribution sera moins favorable aux salariés que par le passé, et diluée en direction du secteur financier et du reste du monde.

Dans ce contexte, la politique monétaire joue un rôle déterminant pour atténuer l'impact restrictif de la politique budgétaire. Mais cette

influence transite moins par le crédit que par l'effet bénéfique de la dépréciation du yen. L'accroissement considérable des réserves en devises par la Banque centrale depuis trois ans, ainsi que l'approvisionnement en liquidité des banques menacées de faillite et de l'organisme garantissant l'assurance des dépôts, a conduit à une forte progression de la base monétaire et de la liquidité au sens étroit (M1). Le résultat n'a pas été une relance du crédit demandé par le secteur privé, qui demeure atone : comme en Europe, les entreprises s'autofinancent à 100 %. Mais cette injection de liquidités a contribué à la forte dépréciation du yen depuis la mi-1995. L'industrie japonaise en récolte dès à présent les fruits, avec une stagnation du taux de pénétration et une stabilisation des parts de marché à l'exportation, après des années de baisse. Une fois encaissées les mesures fiscales, ce facteur devrait permettre à l'activité japonaise de renouer avec un taux de croissance sensiblement supérieur à 3 % en 1998.

## La croissance britannique à l'épreuve de la livre forte

Après le ralentissement de 1995, l'activité britannique a repris une orientation modérée de croissance (2,2 % en moyenne annuelle 1996), qui laisse une appréciable marge de croissance non inflationniste sur l'horizon de prévision. La croissance s'est de fait accélérée au dernier trimestre 1996, grâce à la contribution positive du commerce extérieur et à la stabilisation de l'investissement, plutôt négativement orienté jusque là. Cette stabilisation intervient après plusieurs trimestres marqués par de fortes irrégularités, en raison d'achats anticipés de camions provoqués par l'introduction de nouvelles normes européennes sur la pollution. L'orientation fondamentale est cependant restée jusqu'à présent une grande médiocrité de l'effort d'investissement, qui a réagi négativement et rapidement au ralentissement de l'activité en 1995 (graphique 14). Dans le secteur manufacturier, la composante de

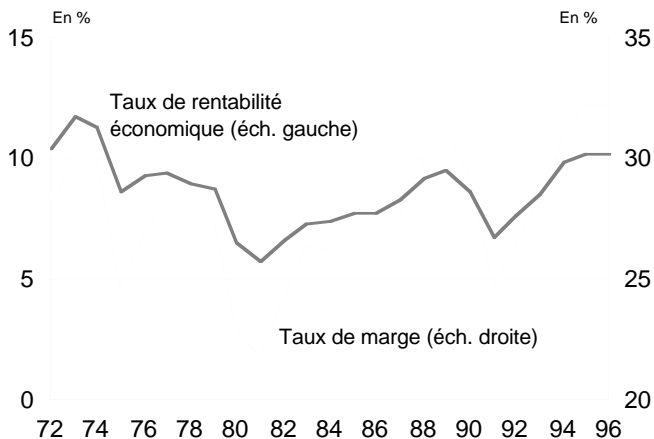


Sources : ONS, CBI, calculs OFCE.

l'investissement en matériels et équipements (peut-être sous-estimée) est en chute libre depuis un an et l'ampleur de la baisse est du même ordre que lors de périodes de repli cyclique prononcé. Les intentions d'investissement incitent cependant à escompter un arrêt de cette baisse et à un redressement prochain. Des décisions offensives d'investissement sont d'autant plus attendues que les entreprises réalisent des profits particulièrement élevés. Le taux de marge dans le secteur manufacturier s'est fortement redressé et devrait dépasser en 1996 son maximum historique (graphique 15). Si le scénario d'une expansion de nouveau soutenue par l'investissement reste ainsi de mise, la récente appréciation de la livre pourrait cependant le contrarier en détériorant la compétitivité des producteurs britanniques. Dans l'immédiat, cette appréciation, jointe à la hausse du volume et du prix du pétrole exporté, ainsi qu'à l'amélioration des échanges manufacturés, a permis une sensible réduction du déficit commercial, sensible au dernier trimestre 1996 et encore au début 1997.

Au cours de 1996, la hausse de la consommation des ménages est restée dynamique et régulière, à un rythme proche de 1 % par trimestre. Elle bénéficie à la fois d'une accélération de la progression des revenus et d'un recours encore consistant à l'emprunt. La masse salariale est soutenue par un courant régulier de création d'emplois. Ce courant a largement privilégié, dans les dernières années, le temps partiel : entre les troisièmes trimestres de 1995 et 1996, 300 000 emplois salariés auraient été créés dont 250 000 à temps partiel. En équivalent plein temps, les créations tombent à 150 000 seulement. Cette évolution du marché du travail pèse sur celle du salaire réel, qui apparaît en deçà de sa tendance de moyen terme. Mais, depuis l'automne dernier, les créations d'emplois à plein temps participent davantage au mouvement positif de l'emploi. Des tensions commencent de fait à apparaître sur le marché du travail. A la fin de 1996, le ratio « offres d'emplois non satisfaites/emplois salariés » augmentait rapidement pour atteindre la zone limite déjà rencontrée en 1988. Mais un allongement progressif de la durée hebdomadaire du travail pourrait avoir lieu et différer l'accentuation des tensions.

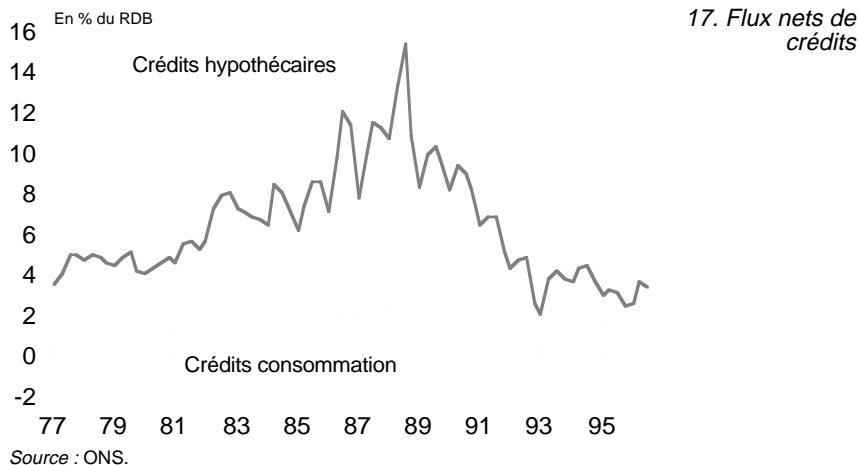
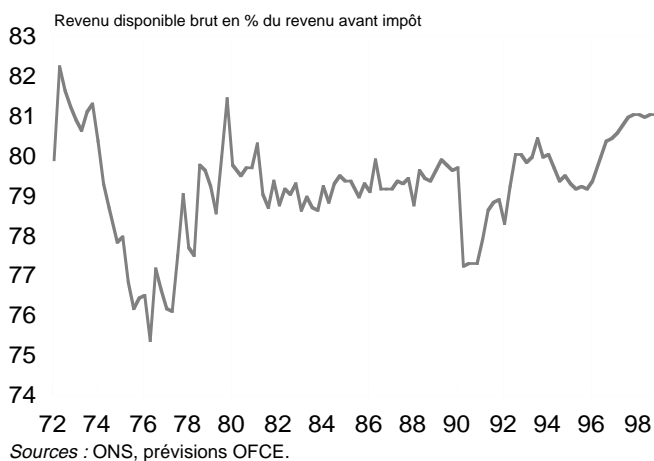
15. Situation financière des entreprises manufacturières



Sources : ONS, calculs OFCE.

Le redressement du revenu disponible (+ 2,2 % sur les trois premiers trimestres de 1996) s'explique, pour plus de la moitié, par la baisse des impôts sur le revenu, programmée par le budget 1996-1997 (graphique 16). Le taux d'endettement des ménages approche les niveaux de la fin des années quatre-vingt mais la charge financière reste inférieure de moitié environ, ce qui laisse de la marge pour un endettement supplémentaire, notamment en faveur de l'immobilier (graphique 17). Ce dernier secteur se redresse après l'interruption de 1995.

Sur l'horizon de prévision, la masse salariale progresserait encore modérément. L'allègement fiscal prévu dans le prochain budget (1<sup>er</sup> avril 1997) devrait une nouvelle fois fournir un gain de revenu non négligeable, moins important toutefois que l'année passée. Le taux de base de l'impôt sur le revenu baissera à nouveau d'un point à 23 %. Mais les seuils d'imposition ne seront pas relevés aussi fortement que l'année précédente : celui de la tranche imposable à 23 % est indexé sur l'inflation et celui de la tranche imposable à 20 % est relevé de 100 £ de plus que l'inflation.



Sur le front extérieur, la situation s'est sensiblement modifiée. La livre s'est appréciée de 17 % vis-à-vis du DM de septembre 1996 à mars 1997 et de 10 % vis-à-vis du dollar tout au long du deuxième semestre 1996. Le taux de change effectif (c'est-à-dire pondéré selon la structure des exportations britanniques) s'est accru d'environ 15 % depuis l'été dernier. Plusieurs facteurs peuvent justifier ce brusque revirement. Tout d'abord, le différentiel de taux d'intérêt entre le Royaume-Uni et ses partenaires européens y rend les placements plus attractifs. Ensuite, la hausse du prix de l'énergie au deuxième semestre 1996 relance l'intérêt pour un pays qui demeure exportateur net de pétrole. Enfin, et cela peut expliquer l'appréciation de la livre par rapport au dollar, l'échéance d'une Union monétaire européenne qui se rapproche et ses incertitudes peuvent attirer les investisseurs dans un pays supposé non participant. A l'exception de l'effet pétrole, ces facteurs pourraient soutenir encore quelques trimestres le taux de change. Aussi peut-on envisager un scénario où la livre continuerait de s'apprécier régulièrement vis-à-vis du DM d'ici fin 1998 pour atteindre 2,85 DM, contre 2,72 en moyenne au premier trimestre 1997. L'appréciation encore plus forte du dollar vis-à-vis de la monnaie allemande ramènerait progressivement la livre à 1,5 \$ dès le début de 1998, c'est-à-dire son niveau de 1993-94. Les deux effets combinés poussent en faveur d'une stabilisation du taux de change effectif à partir du deuxième trimestre 1997. On peut donc considérer qu'aujourd'hui la valorisation est acquise.

La nouvelle parité de la livre est contraignante pour les entreprises britanniques. La forte dégradation de l'opinion des chefs d'entreprises industrielles sur leurs carnets de commandes à l'exportation au cours du mois de décembre pourrait bien se poursuivre si l'effort sur le taux de marge restait insuffisant. En 1996, les producteurs ont bénéficié de fortes baisses de prix des consommations intermédiaires (en janvier 1997, la baisse atteint 6,2 % sur un an), surtout de leur composante importée. Cette évolution a permis un redressement des marges chez les producteurs mais aussi une forte décélération des prix sortie-usine dont profitent les exportateurs. De 1993 à 1995, le taux de marge de ces derniers s'est situé à un niveau très élevé. Si cet ajustement était alors nécessaire au recouvrement d'une situation financière plus saine, la situation a désormais changé et les exportateurs britanniques devront modérer leurs marges. La participation de la livre au SME de 1990 à 1992 avait fortement dégradé les parts de marché britanniques à l'exportation (une baisse de presque 10 %). L'ancrage de la livre à 2,95 DM avait représenté alors un niveau fortement pénalisant vis-à-vis des partenaires européens. Malgré la hausse récente du dollar et les efforts à attendre des exportateurs, des pertes de parts de marché britanniques ne seront sans doute pas évitées. L'impact négatif sur le commerce extérieur sera cependant atténué par l'accélération de la demande étrangère, notamment en provenance de l'Europe, et par la disponibilité de capacités productives médiocrement utilisées.

Sans doute sous l'influence des mouvements de change, les perspectives de production des entreprises manufacturières se sont sensiblement infléchies depuis décembre. Le climat de confiance paraît moins

solide, bien que les ménages restent optimistes. Dans ces conditions, l'entrée de l'investissement dans une phase d'expansion en 1998 pourrait s'en trouver quelque peu altérée, sans être néanmoins remise en cause. Car la demande globale reste orientée à la hausse, la situation financière des entreprises reste favorable et le stock de capital s'est insuffisamment renouvelé ces dernières années.

La croissance à venir ne devrait pas générer de dérapages inflationnistes, même si les enquêtes laissent prévoir des hausses de prix de production dans le secteur manufacturier. La baisse de l'inflation importée conjuguée à la maîtrise des coûts salariaux unitaires devrait maintenir l'inflation sous-jacente autour de 3,2 % fin 1997 et 3,5 % fin 1998. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre qui prônait un resserrement monétaire fin 1996 s'est rallié en janvier aux analyses du Trésor, peu enclin de toute évidence à une hausse des taux à la veille des élections. De plus, un relèvement des taux risquerait de renforcer à nouveau la livre et pourrait sérieusement handicaper l'expansion britannique si la parité devenait par trop pénalisante. Il n'en reste pas moins que les autorités resteront vigilantes. Un relèvement préventif pourrait intervenir vers la fin 1997. L'ensemble de ces facteurs pourrait progressivement amener la croissance britannique, après encore une excellente année 1997 (+ 3,1%), sur une pente de croissance progressivement plus modérée au cours de 1998 (+ 2,8%).

## **Allemagne : la reprise par l'exportation relayée en 1998 par la demande interne**

Après un mouvement de reprise assez vigoureux au cours du premier semestre 1996, l'activité avait plafonné en Allemagne à partir de la fin de l'été. Les hausses de production industrielle des deux derniers mois de 1996 ont avant tout permis de rattraper la baisse de septembre et d'octobre. Mais ce redressement s'est confirmé en janvier 1997 et indique une tendance désormais plus favorable <sup>7</sup>.

Le contraste reste fort entre une demande intérieure handicapée par la faiblesse de la consommation et le net regain des débouchés extérieurs au cours de 1996. Ce dernier a tout d'abord été attesté par la très bonne orientation des commandes étrangères (depuis la fin 1995), avant de se traduire en une nette amélioration effective du commerce extérieur (à partir du milieu de 1996) et, enfin, dans le redressement (à la fin du troisième trimestre 1996) des opinions sur les carnets de commandes étrangères. Le dynamisme à l'exportation a favorablement influencé l'opinion des industriels sur leurs perspectives de production à six mois. Le solde d'opinion correspondant est revenu en août à des

---

7. En janvier, l'acquis de production manufacturière est de 1,8% pour le premier trimestre, alors que la production manufacturière avait crû de 1,3 et 1,4% aux second et troisième trimestres 1996.

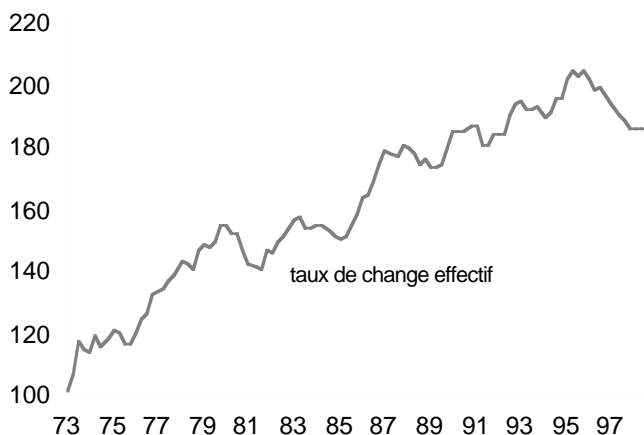


valeurs positives, pour la première fois depuis le printemps 1995. Le meilleur état d'esprit des industriels allemands exprime également l'amélioration de leur compétitivité-prix procurée par le recul du taux de change effectif du deutschemark<sup>8</sup>. Ce recul, quasiment ininterrompu depuis le printemps 1995, a dès à présent plus qu'annulé la forte hausse du début de 1995 (graphique 18).

Les commandes intérieures adressées à l'industrie manufacturière ont en revanche évolué en net retrait par rapport aux commandes étrangères et c'est le tassement de la demande intérieure qui explique celui de l'activité au milieu de l'année 1996. Une fois passé l'effet des allègements de fiscalité au cours du premier semestre 1996, la consommation des ménages a cessé de croître. Hors ce soutien budgétaire, la tendance de fond est sensiblement moins favorable, en raison des ajustements actuels de l'emploi.

Le taux de chômage s'est fortement élevé dans le courant 1996. Il s'est certes stabilisé en février 1997, mais au niveau record de 9,8 % dans les anciens Länder, de 11,3 % en Allemagne réunifiée. Les baisses actuelles d'emploi résultent, pour une part non négligeable, du recul de l'activité dans le secteur du bâtiment. Ce recul s'est poursuivi en 1996, au delà des à-coups climatiques des premiers mois de l'année. La baisse des permis de construire tout le long de 1996 ne laisse attendre aucune amélioration prochaine de l'activité au-delà de la correction de la nouvelle baisse saisonnière. Ces évolutions, conformes à la modération nécessaire du secteur résidentiel, ont des conséquences sévères sur les volumes de l'activité et de l'emploi. Entre les périodes de janvier/octobre 1995 et de janvier/octobre 1996, 100 000 emplois ont été perdus par les entreprises du bâtiment dans les anciens Länder. Les pertes d'emplois ont donc annulé en un an la totalité des créations nettes cumulées depuis l'année 1987. Le repli de la construc-

18. Taux de change effectif du DM



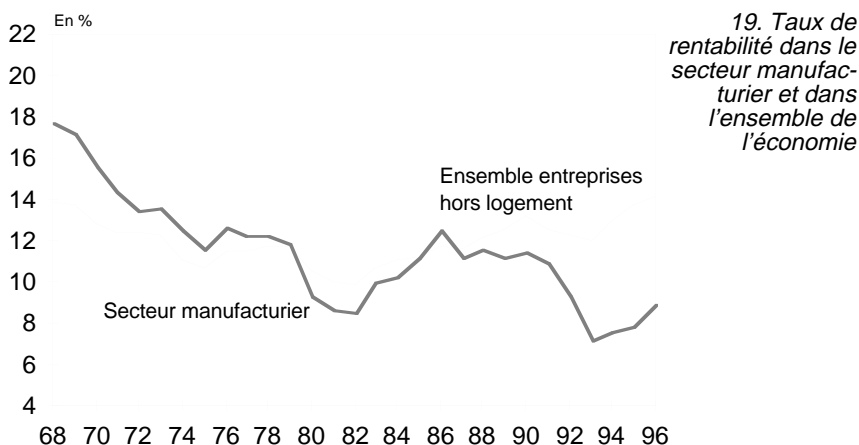
Sources : Bundesbank, prévisions OFCE.

8. La coïncidence entre la détérioration des perspectives de production à six mois et l'appréciation de la monnaie allemande avait été frappante en 1995.

tion résidentielle se poursuivra vraisemblablement en 1997, à un rythme néanmoins modéré par l'élimination sélective des possibilités d'amortissements exceptionnels dans les nouveaux Länder.

Le rôle du bâtiment dans le recul de l'emploi ne doit pas masquer celui du secteur manufacturier. La croissance des gains de productivité horaire dans ce secteur est en effet assez impressionnante depuis le quatrième trimestre 1992 : de l'ordre de 5 % en rythme annuel jusqu'au premier trimestre 1996, puis 5,4 % en tenant compte des forts gains des second et troisième trimestres de 1996. Dans un environnement où les prix à la production avaient tendance à ralentir (en 1995), voire même à baisser (au cours du premier semestre 1996), la sauvegarde des marges a poussé les entreprises à maîtriser leurs coûts unitaires. L'ordre de grandeur de l'ajustement des effectifs correspond à l'ampleur du redressement nécessaire de la rentabilité dans le secteur manufacturier. La difficulté du secteur manufacturier allemand à dégager des gains de productivité supérieurs à ceux de l'ensemble de l'économie était devenue chronique depuis la fin des années soixante-dix et a contribué à la dégradation de sa rentabilité (graphique 19). Les importantes restructurations réalisées depuis 1992 ont commencé à inverser cette tendance, mais la reconstitution des profits est restée jusqu'à présent modérée. La détente concurrentielle apportée par la revalorisation du dollar et la normalisation des changes intra-européens est donc essentielle pour l'évolution prochaine de l'emploi en Allemagne. Si elle se confirme, l'appréciation du dollar aura eu un impact sensible sur le taux de change effectif de la monnaie allemande. La surévaluation de la monnaie allemande vis-à-vis de la zone dollar s'en trouverait nettement corrigée.

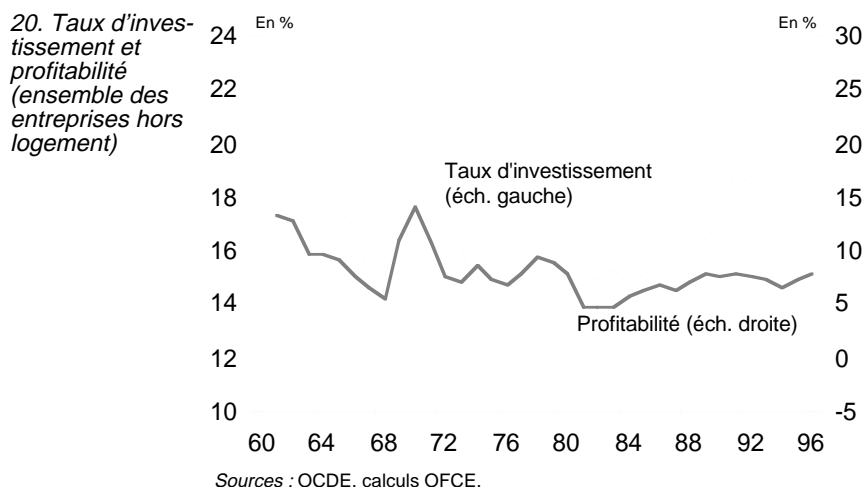
Les perspectives d'évolution de la consommation sont assez défavorables dans l'immédiat, d'autant que la hausse du taux de chômage s'est répercutée sur les intentions d'épargne des ménages depuis la mi-1996. Dans ces conditions, on peut tout juste espérer que les ménages compenseront la mise en application du programme d'écono-



Sources : OCDE, Statistisches Bundesamt, calculs OFCE.

mies du gouvernement, qui devrait exercer en 1997 une ponction de l'ordre de 0,7 point sur leur revenu disponible. La faiblesse de la consommation a probablement freiné le regain des dépenses d'investissements dans le courant 1996, sans cependant l'annuler. La remontée des commandes intérieures adressées aux industries productrices de biens d'équipement a en effet contribué au regain des commandes intérieures totales dans le courant du premier semestre 1996 et c'est la seule composante relativement dynamique de la demande interne au tournant 1996/1997. La faiblesse de l'investissement manufacturier a jusque-là pesé sur le développement des capacités productives, si bien que le niveau relativement élevé du taux d'utilisation des capacités de production justifie à lui seul des dépenses de renouvellement. Les perspectives immédiates d'investissement restent cependant encore modérées pour 1997 : les entreprises manufacturières envisagent pour l'instant de stabiliser leurs dépenses d'investissement au niveau de 1996 (après une augmentation de 5 % en 1996).

La forte dépendance que connaît à l'heure actuelle l'Allemagne à l'égard de l'évolution de son environnement international est renforcée par les limites immédiates de la demande interne. Le recul du taux de change effectif est d'une ampleur suffisante pour permettre à l'Allemagne de regagner des parts de marché sur ses concurrents, même si une part des effets de la dépréciation de la monnaie allemande est déjà intégrée dans les chiffres d'exportation du second semestre 1996. La dépréciation actuelle de la monnaie allemande sert aussi l'objectif de rentabilité. Le redressement de la profitabilité pourrait être relativement conséquent en 1997 et 1998 et favoriser une nette reprise de l'investissement (graphique 20), d'autant que la médiocrité actuelle de l'activité penche en faveur d'une ultime détente des taux d'intérêt au cours des prochains mois <sup>9</sup>.



9. Le recul de l'activité dans le secteur du bâtiment est également favorable au mouvement de détente des taux longs.

La mise en œuvre de ces enchaînements et leur incorporation aux anticipations, notamment dans le secteur manufacturier, conduisent à envisager, au-delà de la croissance encore modérée de 1997 (2,2 %), une montée en puissance pour 1998. La politique budgétaire pourrait y contribuer en relâchant, après le programme d'économies prévu pour 1997, la pression sur les ménages. Si l'effort actuel parvient à ramener le déficit public au voisinage du critère de Maastricht en 1997, une inflexion modérément expansionniste de la politique budgétaire serait envisageable en 1998 : elle serait bénéfique à l'expansion, sans constituer un danger pour la maîtrise acquise du déficit. Pour l'instant, les hypothèses de politique budgétaire pour 1998 restent tributaires de la réforme fiscale et seule la baisse de la surtaxe de solidarité a été prise en compte. Même si les montants en jeu restent d'une ampleur limitée, ils suffiraient à imprimer à la politique budgétaire un changement de cap, en comparaison du programme d'économies prévu pour 1997. La consommation des ménages, qui bénéficierait aussi d'une meilleure tenue de l'emploi et des revenus salariaux, s'en trouverait impulsée (+ 2,6 % en 1998 après 1,2 % en 1997). L'Allemagne renouerait alors enfin avec une expansion significative (+ 3,5 %).

## **La France : une reprise par l'extérieur qui permettrait de stopper la montée du chômage**

En France, la conjoncture s'améliore lentement. L'activité du second semestre 1996 s'est révélée décevante, la croissance du quatrième trimestre s'avérant très faible (0,2 %) après un troisième trimestre exceptionnel. La reprise de la demande extérieure était sensible dans les enquêtes, mais du fait du retard de la demande intérieure, les commandes totales se redressaient peu. Les anticipations des entreprises sur l'activité traduisaient ce flou : le décalage entre les perspectives générales et les perspectives personnelles avait rarement été aussi grand. Le début de l'année 1997 est plus favorable dans les enquêtes, surtout pour l'offre tirée par l'exportation. A l'inverse, la consommation reste atone, car si le climat de confiance des ménages s'améliore quelque peu, c'est après un effondrement.

Les entreprises témoignent encore d'une grande prudence : l'investissement reste bridé par des taux d'utilisation des capacités de production qui se sont peu redressés, les effectifs industriels continuent d'être réduits, les stocks n'ont pas encore cessé d'être comprimés et les prix de production, s'ils cessent de se dégrader, ne se redressent pas encore. Les signes d'amélioration concernent surtout les biens intermédiaires — portés par l'exportation — et les services, en particulier ceux destinés aux entreprises. Les emplois intérimaires s'accroissent fortement.

Ces quelques signes ne suffisent pas à fonder un schéma de reprise significative. La croissance décrite dans cette prévision s'appuie surtout sur l'hypothèse d'un changement de configuration monétaire et financière : en France, comme en Europe, la montée du dollar, passée et prévue, permettrait de conforter le regain des exportations, grâce au redressement du commerce mondial et aux gains de parts de marché. En même temps, les profits à l'exportation pourraient se redresser ; leur compression passée, pour limiter les pertes de compétitivité, pesait sur les salaires, les emplois, les investissements etc. Le rééquilibrage anticipé dans cette prévision modifierait les comportements. D'autant que la montée du dollar s'accompagne d'un rééquilibrage à l'intérieur même du SME. La détente des taux d'intérêt se maintiendrait et permettrait aussi que les incertitudes soient en partie levées.

La dynamique d'une reprise par l'extérieur pourrait ainsi se concrétiser : la fin des comportements restrictifs de dépenses des entreprises impliquerait l'arrêt du déstockage, la stabilisation des effectifs puis la reprise des embauches et enfin le redémarrage de l'investissement. Ainsi, la demande intérieure s'accélérait : demande intérieure totale dès 1997 (du fait des stocks), demande intérieure finale en 1998 grâce à l'investissement.

La croissance du PIB atteindrait 2,5 % cette année et 3,1 % l'an prochain. La référence aux récents cycles de croissance est utile. Lors de la reprise de 1987-1990 la croissance avait atteint 4 % en 1988 puis 4,2 % en 1989. Mais de nombreux facteurs favorables s'étaient alors cumulés : le contre-choc pétrolier avait réduit les coûts de production et dégagé des gains de pouvoir d'achat du fait du ralentissement de l'inflation. Puis l'unification allemande avait exercé un choc positif de demande pour l'Europe. Enfin, la détente monétaire avait conforté la reprise, tandis que la politique budgétaire ne se resserrait pas. La situation de 1997-1998 est différente : le contexte international, s'il est favorable du point de vue des changes, ne cumule pas tous les éléments positifs de la précédente reprise. Partout en Europe, les demandes intérieures sont encore bridées par le souci de rééquilibrage des budgets et des comptes sociaux. L'ampleur de la croissance serait donc moindre, et les délais plus longs, dans la mesure où les entreprises ont été, dans le passé récent, échaudées par les reprises interrompues, comme en 1995. En 1997, l'incertitude sur l'UEM demeure aux yeux des entreprises, et modère les rythmes d'expansion des dépenses.

La politique économique reste contrainte par la satisfaction des critères de Maastricht : investissement et consommation des administrations sont limités et le seront d'autant plus si des risques de creusement du déficit apparaissent. L'investissement productif sera l'élément dynamique de la demande intérieure, tout particulièrement en 1998. Mais la consommation a peu de chance de s'intensifier car elle a été dopée en 1996 par les mesures de soutien à l'automobile : la baisse du taux d'épargne a déjà eu lieu. La progression du revenu portera donc celle de la consommation, autour de 2 % l'an, sans variation significative du taux d'épargne. En France, à l'inverse de l'Allemagne, la consommation ne s'accélérait donc pas.

La croissance sera compatible avec un nouveau ralentissement de l'inflation (malgré la hausse du prix de l'énergie importée), une nouvelle extension de l'excédent commercial (grâce à l'industrie) et elle permettrait une baisse du chômage. Les créations d'emplois s'accroîtraient progressivement et atteindraient en 1998 un rythme proche de celui de 1988-89, bien que la croissance du PIB soit plus faible : le ralentissement des gains de productivité avec le développement du temps partiel et le contrecoup des faibles créations d'emplois de 1994 dans l'industrie permettraient une reprise franche à court terme. Le revenu des ménages en sera peu affecté ; mais le chômage pourrait cesser de croître et même diminuer en 1998, sous l'hypothèse d'une neutralité de la politique de l'emploi. Enfin, les critères de Maastricht seraient respectés en 1997, les dépenses étant modérées (et, au besoin, gelées) et les recettes accrues si nécessaire, par des opérations exceptionnelles.

## Le commerce extérieur tire la croissance

Les échanges extérieurs contribueront fortement à la croissance : en effet, le progrès des exportations en volume sera supérieur à celui des importations, y compris lorsque la demande intérieure gonflera les achats à l'étranger. L'excédent du commerce extérieur s'amplifiera encore, en particulier en 1998, si l'on raisonne à champ constant, c'est-à-dire hors Départements d'outre-mer (voir encadré 3). L'excédent de la balance des paiements courants dépasserait sensiblement 1 % du PIB.

La facture énergétique s'alourdirait encore en 1997, du fait de la montée du dollar et de la stabilisation des prix du pétrole en moyenne annuelle. Mais la dégradation serait un peu moindre qu'en 1996 (où elle avait atteint 18 milliards de francs), et elle s'interromprait en 1998. Le repli actuel des prix mondiaux de l'énergie serait compensé par la poursuite de la montée du dollar et les prix d'importation seraient stabilisés. La hausse des volumes importés, en lien avec la reprise d'activité, serait parallèle à celle des exportations (tableau 1 et graphique 21).

L'excédent agro-alimentaire reviendrait à des niveaux plus modérés que ceux de 1996, particulièrement élevés. La hausse du dollar favorise la compétitivité des produits français mais elle renchérit aussi les importations. Par ailleurs, le déséquilibre sur le marché mondial des céréales s'est résorbé, ce qui pèse à la fois sur les volumes et les prix d'exportation de la France.

### 1. Soldes extérieurs

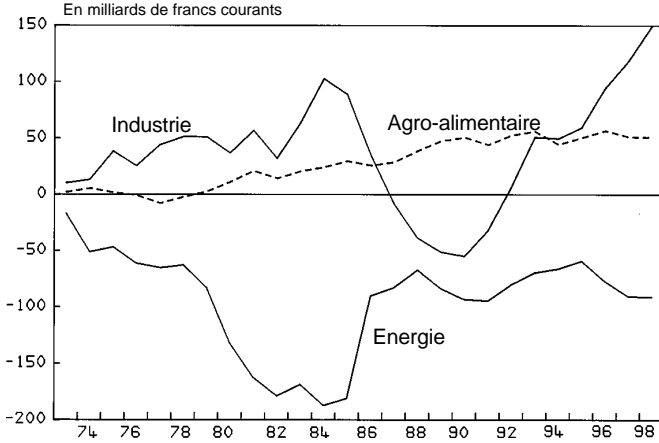
Milliards de francs courants

	1993	1994	1995	1996	1997	1998(2)
					Prévision	Prévision
Agro-alimentaire	56,8	44,8	50,9	57,2	51	51
Energie	- 68,9	- 65,6	- 58,7	- 76,7	- 90	- 91
Produits manufacturés	51,5	48,9	62,3	94,7	119	150
Solde FAB/CAF	39,4	28,1	54,5	75,9	80	110
Solde FAB/FAB (1)	87,7	81,7	99,7	122,3	130/100	165/135

(1) Les importations FAB sont inférieures aux importations CAF de 4,2 % en 1993 et 1994, 3,3 % en 1995, 1996, 1997 et 1998.

(2) La prévision a été faite à champ géographique constant, compte non tenu de l'intégration des Départements d'outre-mer aux statistiques douanières à partir de 1997. Cela dégradera l'excédent de 30 milliards de francs environ (voir encadré 3).

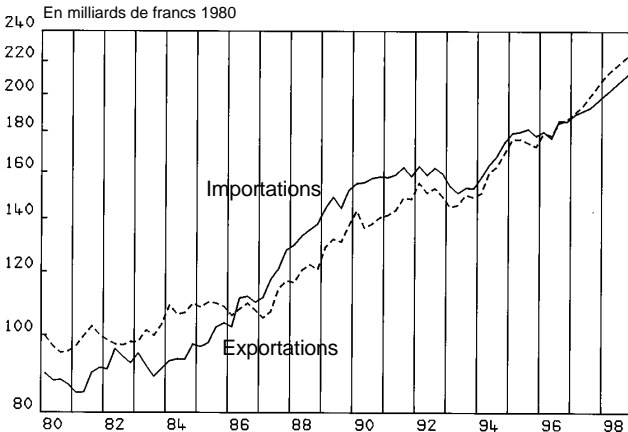
Sources : Douanes, INSEE, prévisions OFCE.



21. Soldes commerciaux par produits (FAB/CAF)

Sources : INSEE, prévisions OFCE, compte non tenu de l'intégration des Départements d'outre-mer aux statistiques douanières à partir de 1997. Cela dégradera l'excédent de 30 milliards de francs environ.

L'amélioration essentielle viendra de l'industrie. Le commerce mondial tire la croissance française, et des gains de parts de marché peuvent enfin être entrevus. Ils sont dus d'une part à une meilleure compétitivité des prix, grâce au rééquilibrage des taux de change ; et d'autre part au développement des exportations aéronautiques, à la suite de la forte progression des commandes de 1996. Les commandes d'Airbus ont atteint 326 appareils en 1996, après 106 seulement en 1995 et des niveaux proches de la centaine les années antérieures. L'accélération des livraisons devrait donc être forte à l'horizon de cette prévision. Selon Airbus Industrie, les cadences de production devraient passer de 126 en 1996 à 183 en 1997 et 220 en 1998. C'est surtout à partir du second semestre 1997 qu'elles s'accéléraient. La hausse des exportations industrielles induite par ces seules opérations exceptionnelles serait donc de plus d'un point par an, si l'on s'en tient à ces calendriers prévisionnels.



22. Echanges extérieurs de produits manufacturés

Sources : INSEE, prévisions OFCE.



Cela confortera les gains de parts de marchés permis par la hausse du dollar et la baisse du taux de change effectif du franc. La progression des exportations en volume serait de l'ordre de 8,5 % cette année et 10 % l'an prochain, c'est-à-dire similaire aux rythmes de 1988-1989. En revanche, les importations seraient plus modérées, en lien avec la demande intérieure (graphique 22).

### **3. Les statistiques de l'Outre-mer**

Jusqu'à présent, les statistiques douanières sur les échanges de marchandises considéraient les Départements et Territoires d'outre-mer comme des partenaires extérieurs. Le solde portait donc sur la seule France métropolitaine. A partir du 1<sup>er</sup> janvier 1997, les quatre DOM (Guyane, Guadeloupe, Martinique, Réunion) ne seront plus distingués de la métropole. Les statistiques ne comprendront donc plus les échanges entre la métropole et les DOM, mais intégreront les opérations entre les DOM et le reste du monde. Compte tenu de l'importance du déficit des DOM (qui importent de France et des pays étrangers) l'excédent commercial français sera réduit d'environ 30 milliards de francs, les importations étant accrues de 1,2 % et les exportations abaissées d'à peu près autant. Plus précisément, la correction aurait dégradé le solde de 24,6 milliards en 1993 ; 30,6 en 1994 ; 33,1 en 1995 ; 28,1 en 1996. Les TOM (Nouvelle Calédonie, Wallis et Futuna, Polynésie française) ne sont en revanche pas concernés par la réforme. La balance des transactions courantes de la France ne sera pas affectée par cette réforme, car les échanges de marchandises étaient déjà soumis à une correction territoriale.

## **L'investissement des entreprises a déçu**

La reprise de l'investissement, amorcée en 1994, a finalement tourné court. Dans le prolongement de 1995, marquée par un arrêt de la croissance des dépenses en cours d'année, l'atonie a perduré en 1996. Selon les comptes provisoires, l'investissement aurait reculé de 0,3 % en moyenne annuelle. En profil, il semble toutefois avoir été plus dynamique : les dépenses auraient crû de 1,5 % entre la fin 1995 et la fin 1996, alors qu'elles avaient reculé de 0,8 % l'année précédente.

Le schéma de reprise soutenue décrit depuis plusieurs chroniques s'est avéré caduc ; il était d'abord fondé sur l'impératif de renouvellement des équipements issus de la précédente vague d'achats, initiée en 1984, puis sur la nécessité d'étendre les capacités. Force est de constater maintenant que l'investissement n'a pas encore eu le rôle moteur que l'on pouvait escompter lui voir jouer dans le présent cycle.

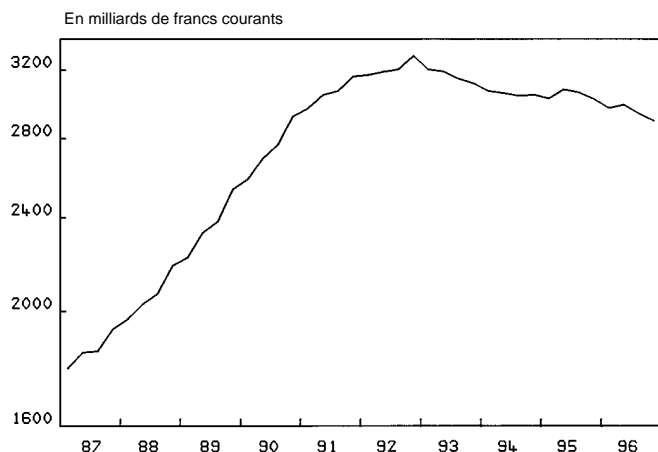
Le comportement des entreprises reste marqué par l'attentisme. La mémoire des soubresauts conjoncturels de la première moitié de la décennie a semble-t-il pesé sur leurs décisions. Dès lors, les médiocres perspectives d'activité qui prévalaient jusqu'à présent les ont incitées

à contenir leurs dépenses. En contractant à nouveau les stocks l'année dernière, elles ont préservé leur capacité de financement et, partant, ont continué à se désendetter : selon la Banque de France, l'encours de crédit des sociétés auprès des établissements de crédit s'est à nouveau replié, de 4 % en 1996, prolongeant le mouvement amorcé trois ans auparavant (graphique 23).

Quelles orientations envisager alors en ce début d'année ? L'amélioration du climat des affaires est trop récente pour s'être déjà traduite sur l'ensemble des indicateurs. Ces derniers, comme souvent en phase de retournement, sont contradictoires.

D'un côté, les perspectives de production dans le secteur des biens d'équipement sont en hausse depuis la mi-1996. Les enquêtes les plus récentes indiquent que l'activité devrait y progresser assez sensiblement dans les prochains mois. En outre, l'amélioration des trésoreries dans l'industrie au second semestre de l'année dernière pourrait inciter les industriels à accélérer leurs dépenses : l'enquête de décembre sur les trésoreries marque un redressement de l'opinion sur les intentions d'achat, après deux semestres consécutifs de repli.

D'un autre côté, l'opinion des grossistes en biens d'équipement sur leurs ventes reste à un bas niveau, proche de celui qui prévalait en 1993. La remontée observée à l'enquête de janvier est pour le moment peu significative : elle s'inscrit dans le profil en dents de scie qui a marqué l'année 1996. D'autre part, les mesures infra-annuelles directes rendent compte de la timidité des projets établis pour 1997. La dernière enquête sur les investissements dans l'industrie a maintenu le taux de croissance (non corrigé du biais) de 2 % en valeur annoncé en octobre. Enfin, les grandes entreprises industrielles, déclarant une croissance en valeur de 3 % à l'enquête de janvier 1997, ne se montrent guère plus spendieuses.



23. Encours de crédit des sociétés auprès des établissements de crédit

Source : Banque de France.

La nette amélioration de l'activité entrevue cette année pourrait, dans un proche avenir, lever ces contradictions. Elle devrait maintenant pousser les entreprises à adopter une attitude plus offensive. Mais l'absence de tensions sur l'appareil productif ne rend pas, à l'heure actuelle, les investissements de capacité prioritaires. Le schéma de reprise décrit auparavant est donc simplement décalé dans le temps.

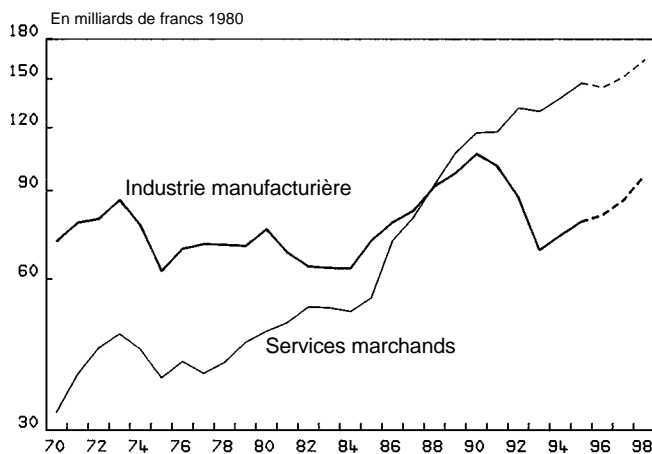
## La reprise de l'investissement sera d'abord industrielle

L'investissement de l'ensemble des entreprises s'élèverait, en moyenne annuelle, d'un peu plus de 4 % en 1997 et de 7 % en 1998 (graphiques 24 et 25).

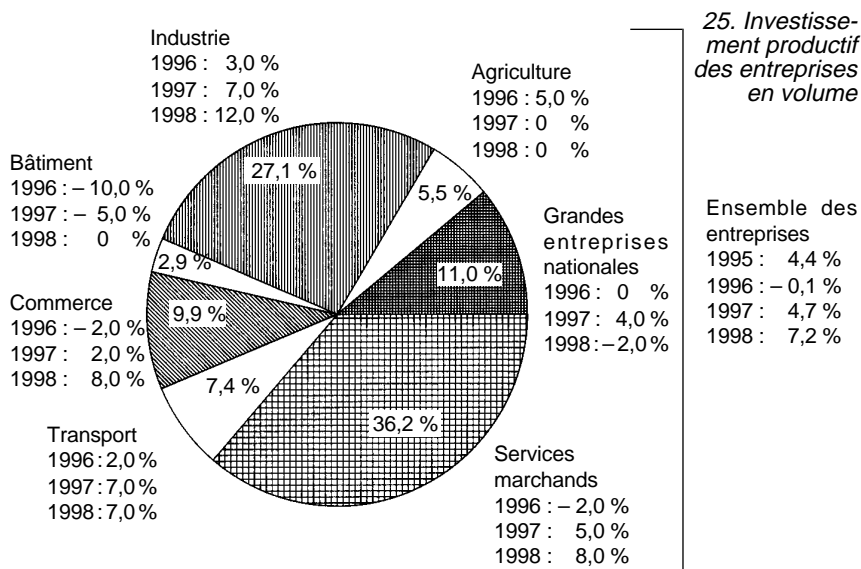
L'investissement serait le plus dynamique dans les branches manufacturières. La stabilité, dans l'ensemble de l'industrie, des prévisions brutes de croissance de l'investissement en 1997, faites en octobre et janvier, repose sur des évolutions divergentes selon les secteurs. Dans les industries agro-alimentaires et le pétrole, qui comptent pour un quart du total, les révisions en baisse ont été sensibles, respectivement - 4 et - 10 points. Mais les secteurs habituellement considérés comme significatifs pour l'analyse conjoncturelle ont révisé en hausse la progression des dépenses. Les révisions ont été les plus fortes dans les biens intermédiaires (hors pétrole) et les biens de consommation, respectivement 4 et 3 points, moindres dans l'automobile et les biens d'équipement professionnels, avec 2 et 1 points.

Ainsi, la modestie et l'absence de réévaluation du taux de variation brut d'ensemble ne doivent pas nourrir un pessimisme excessif. La révision à la hausse des projets dans chacun des secteurs manufacturiers laisse penser que les industriels sous-estiment à l'heure actuelle leurs dépenses, comme ils le font habituellement en phase de croissance de l'investissement.

### 24. Investissement productif des entreprises



Sources : INSEE, prévisions OFCE.



Les pourcentages situés à l'intérieur du diagramme indiquent la part de chaque secteur dans l'investissement total en 1996.

Les pourcentages situés à l'extérieur du diagramme indiquent les évolutions en francs constants.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Les entreprises industrielles seraient aussi plus à même de financer la reprise de leur accumulation. En dégageant une capacité de financement quasi continûment depuis 1986, l'industrie s'est désendettée plus précocement que les autres secteurs, notamment les services marchands, qui avaient au contraire creusé leur endettement jusqu'en 1992. Dès lors, les freins à l'accélération des dépenses, qui subsistent ailleurs, paraissent désormais desserrés. L'investissement industriel pourrait ainsi croître de 7 % en 1997, puis s'accélérer franchement en 1998, pour atteindre 12 %, les besoins d'extension des capacités venant relayer progressivement la première phase de la reprise.

Dans les branches tertiaires, l'investissement devrait être nettement moins dynamique. Les services marchands, qui n'ont commencé à réduire leur endettement qu'à partir de 1993, devraient poursuivre leur effort d'assainissement, au détriment de leur accumulation. La progression des dépenses en 1997 perpétuerait alors le rythme ralenti qui s'est instauré depuis 1990 (4,5 % l'an). En 1998, l'accumulation des moyens de financement se conjuguera avec la récolte des fruits de l'assainissement ; la croissance de l'investissement pourrait donc s'accélérer, mais un écart avec l'industrie devrait encore subsister.

Dans les commerces, les dépenses devraient rester modérées en 1997 car elles subiront des influences contraires. L'activité dans le commerce de gros profitera de la reprise des achats de matières premières et de biens d'équipement, mais le ralentissement de la

consommation des ménages freinera l'activité du commerce de détail. En revanche, le retour en phase des deux secteurs en 1998, grâce à la reprise de la consommation, se traduira par une accélération des dépenses d'ensemble. Les transports, quant à eux, poursuivront le renouvellement et l'extension du parc de véhicules.

Après trois années de reprise soutenue, l'investissement dans l'agriculture devrait se stabiliser à l'horizon de la prévision. Enfin, le bâtiment réduira à nouveau ses dépenses cette année ; mais elles pourraient toutefois avoir atteint un plancher en 1997.

Les futurs comptes nationaux annuels devraient faire apparaître une croissance étonnamment forte de l'investissement des Grandes entreprises nationales en 1996 (13,5 % en valeur). Toutefois, cette hausse sera artificielle ; elle repose sur des évolutions atypiques qui ont artificiellement minoré les dépenses de 1995 (voir encadré 4). En ignorant ces mouvements non significatifs, l'investissement en volume des GEN se serait simplement stabilisé l'année dernière. La reprise de la croissance est attendue cette année, d'environ 4 % en volume, mais un léger recul pourrait marquer l'année 1998.

#### 4. Les cessions d'actifs des Charbonnages de France

L'évaluation de la croissance de l'investissement des GEN et des secteurs concurrentiels en 1995 et 1996 est perturbée par les mouvements atypiques qui ont marqué l'année 1995. La cession, par les Charbonnages de France, d'une partie de son pôle électricité s'est traduite par un transfert de 10 milliards des GEN vers les sociétés du secteur concurrentiel. L'investissement des GEN en a été entamé d'autant ; ainsi s'est-il apparemment stabilisé en 1995 alors qu'un rattrapage était attendu après le recul important de 1994. Symétriquement, l'investissement des sociétés du secteur concurrentiel a été artificiellement majoré : sans la « manne » des 10 milliards, il n'aurait crû que de 3,5 % au lieu de 5,1 %.

En 1996, les comptes afficheront une forte croissance de l'investissement des GEN : les 93 milliards de 1996, rapportés aux 81,9 milliards de l'année précédente, donnent une croissance de 13,5 %. En ne tenant pas compte des cessions d'actifs de l'année précédente, c'est à dire en réaffectant 10 milliards à l'année 1995, la progression s'établit en réalité à 1,2 %. De même, les dépenses des secteurs concurrentiels devraient faire apparaître un recul alors qu'elles se seront stabilisées, hors effet de cession.

En milliards de francs

	1994		1995		1996	
	Niveau	Croissance	Niveau	Croissance	Niveau	Croissance
GEN						
- y compris cessions	81,7	- 20,1	81,9	0,2	93	13,5
- hors cessions			91,9	12,5	93	1,2
Autres SQS						
- y compris cessions	648,7	5,8	681,6	5,1	674	- 1,1
- hors cessions			671,6	3,5	674	0,4
Total	730,4	2,1	763,5	4,5	767	0,5

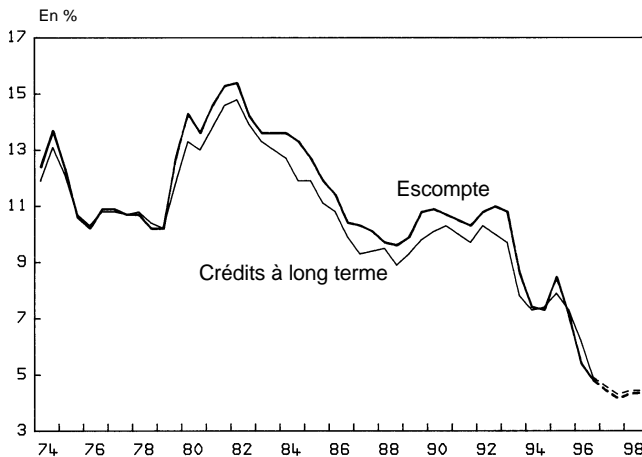
Sources : INSEE, estimations OFCE.

## L'allégement du coût de la dette alimentera l'épargne

Les taux consentis aux entreprises ont fortement baissé en 1996. Selon les industriels interrogés pour l'enquête sur les trésoreries, le taux d'escompte s'est replié de 3,7 points entre juin 1995 et décembre 1996 ; les taux sur les crédits à long terme ont, quant à eux, perdu 3 points sur la même période (graphique 26). En termes nominaux, les taux ont ainsi atteint leur plus bas niveau depuis plus de vingt ans.

Ces évolutions contribueront à la nette réduction du coût du crédit pour les entreprises en 1997 et 1998, comme elles l'ont déjà fait l'année dernière. L'arrêt de la baisse des taux sur les nouveaux crédits à court terme en 1997 et 1998 se répercutera instantanément sur le coût moyen de la dette à court terme, cette dernière se renouvelant rapidement. Mais le repli du taux apparent sur la dette à long terme se poursuivra. Les anciennes générations d'emprunts contractés jusqu'en 1992, à l'époque où les taux étaient élevés, disparaissent progressivement de la dette ; le poids des crédits contractés après 1992, période où les taux ont commencé à baisser, tend donc à s'accroître, ce qui a pour effet de réduire le coût moyen de la dette.

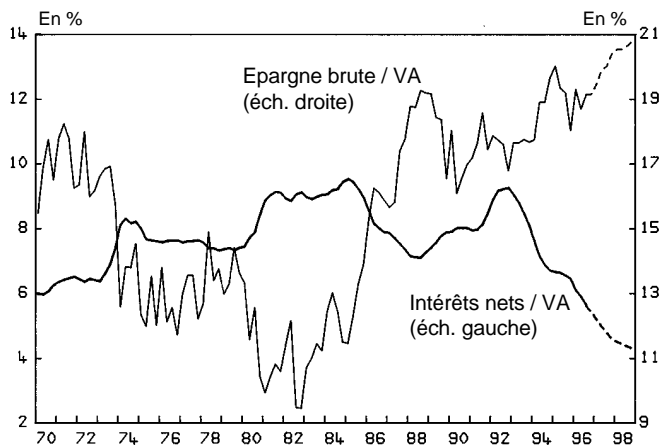
Ainsi, sur la lancée de 1996, le taux d'intérêt apparent moyen, toutes échéances de dette confondues, devrait continuer à reculer en 1997 et 1998. Combinées à la poursuite du désendettement, ces tendances allégeront fortement les frais financiers : après un repli de 25 milliards en 1996, les intérêts nets versés diminueront respectivement de 30 et 15 milliards cette année et l'année prochaine. Aussi, le poids des frais financiers dans la valeur ajoutée devrait fortement décliner pour s'établir à un minimum historique de 4,4 % , à comparer aux 8,6 % atteints en 1992 (graphique 27).



26. Taux d'intérêt nominaux déclarés par les industriels

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

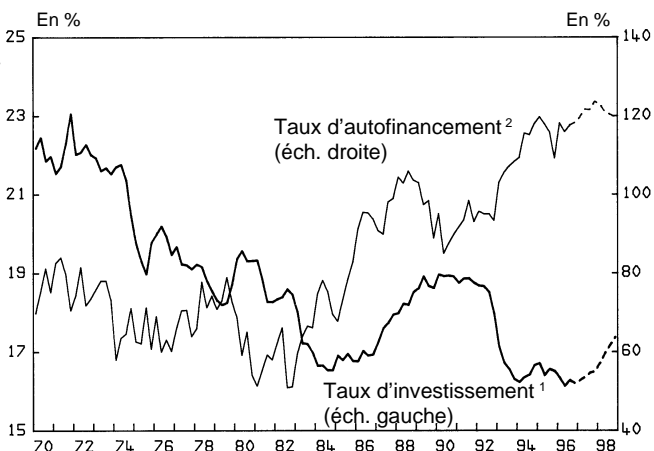
27. Frais financiers et épargne des sociétés



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Dès lors, malgré la faiblesse des gains de productivité qui obérisera la progression des résultats d'exploitation, le taux d'épargne s'élèvera vivement cette année et l'année prochaine : il gagnerait plus d'un point entre la fin 1996 et la fin 1997, puis 0,7 point l'année prochaine. La reprise de l'investissement sera largement autofinancée, l'épargne excédant toujours les dépenses comme depuis quelques années déjà. Le taux d'autofinancement devrait donc encore s'élever en 1997. Mais le redressement plus vigoureux du taux d'investissement en 1998 pourrait entraîner l'amorce d'un recul (graphique 28).

28. Taux d'investissement et taux d'autofinancement des sociétés



(1) Formation brute de capital fixe rapportée à la valeur ajoutée brute.

(2) Epargne brute rapportée à la FBCF.

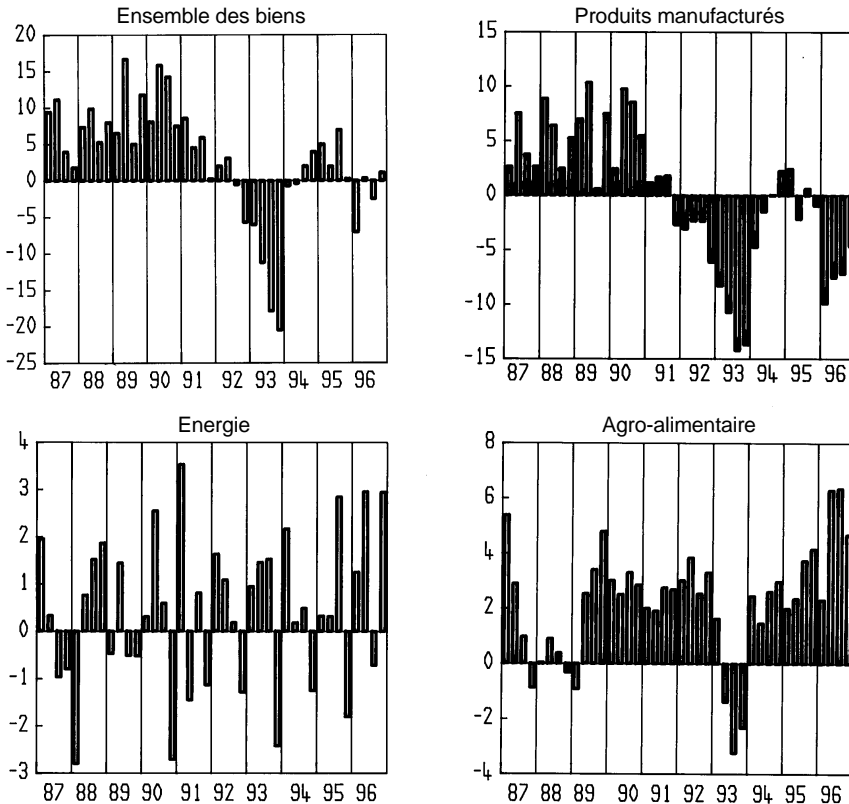
Sources : INSEE, prévisions OFCE.

## Arrêt du déstockage en 1997

Le déstockage s'est poursuivi en 1996, tout au long de l'année pour les produits manufacturés. Ainsi, toutes les prévisions qui tablaient sur un arrêt proche de la diminution des stocks ont été démenties. Les entreprises ont été particulièrement prudentes. Si bien que la reprise des composantes de la demande finale ne s'est pas concrétisée sur la production. Un restockage de produits agro-alimentaires et énergétiques a partiellement compensé cette tendance (graphique 29) ; la contribution négative des stocks à la croissance a néanmoins atteint 0,6 point. Elle aurait atteint 1,2 point si les variations pour les produits industriels n'avaient pas été compensées par ailleurs.

Le simple arrêt du déstockage contribuera positivement à la croissance. Désormais dans l'industrie, le niveau des stocks est jugé plus normal. L'accélération de la demande finale devrait donc se répercuter sur la production, et les stocks devraient même s'accroître d'ici à la fin 1998. D'autant que les perspectives de prix de matières premières et

29. Variation des stocks (en milliards de francs de 1980)



Source : INSEE.



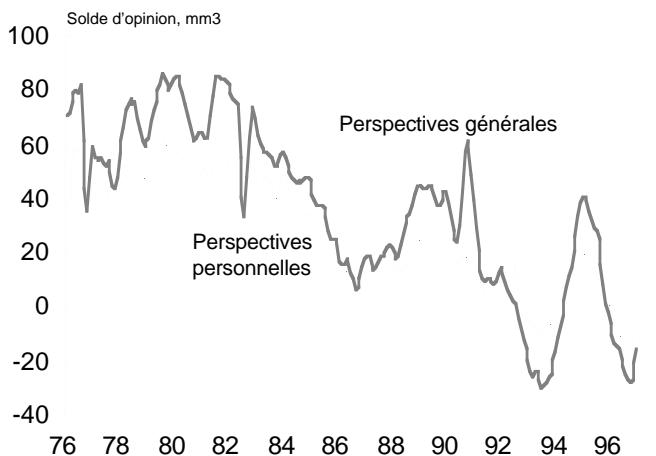
de biens intermédiaires laissent augurer un raffermissement ; jusqu'à présent, les anticipations de baisses de prix contribuaient à accélérer le déstockage. Au total des deux années 1997-98, le repli des stocks totaux de 1996 serait compensé. Mais ceci découle d'hypothèses conventionnelles pour les produits non industriels.

## **Quelques tensions sur le prix des produits importés**

La faible répercussion de la hausse de la TVA au 1er août 1995 sur les prix à la consommation, le ralentissement des prix des produits manufacturés, l'évolution récente des prix de production des biens intermédiaires ont montré l'absence de tensions inflationnistes en France.

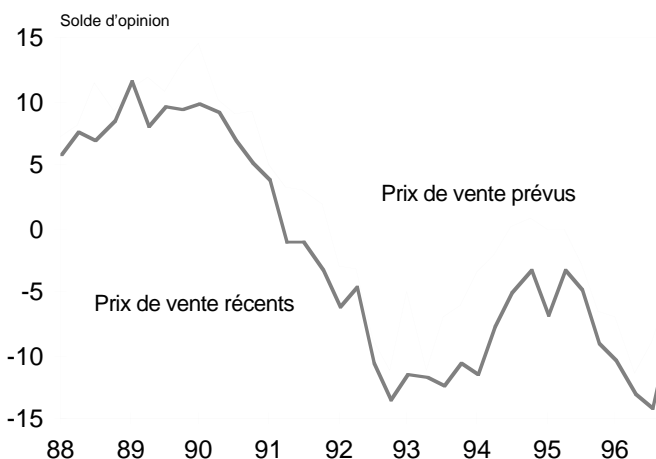
Alors que les cours mondiaux du pétrole plafonneraient, la progression du dollar permettrait de modifier les comportements de prix. Celle-ci a commencé d'être sensible au cours du mois de janvier 1997. En un mois, le prix en francs des matières premières importées a augmenté de 6,1 % alors que leur valeur en dollar a progressé de 2,5 %. L'effet de cette accélération est sensible dans les enquêtes de février et de mars auprès des industriels (graphiques 30). Alors que les perspectives générales de prix s'étaient retournées depuis octobre, les perspectives personnelles de prix de vente avaient poursuivi leur décélération jusqu'en janvier. Elles progressent fortement dans les secteurs des biens intermédiaires et plus modérément pour les biens de consommation en février et mars. Cependant, le secteur des transports reste déprimé et les perspectives de prix de production des biens d'équipement continuent de baisser. Par ailleurs, la légère amélioration des conditions d'activité dans les services a permis une reprise des prix au quatrième trimestre 1996 tant dans les services aux ménages qu'aux entreprises, malgré l'absence de tensions sur les coûts salariaux.

Ces évolutions entraîneraient une accélération des prix à la consommation des services à partir de l'été 1997, suivie par celle des prix des produits manufacturés au début de 1998. Les hausses de prix sur ces deux postes ont été très faibles en 1996. Dans les deux cas, une partie de cette modération est une illusion d'optique car elle provient de la meilleure prise en compte des variations saisonnières (en ce qui concerne le prix des spectacles, les soldes sur la lingerie,...). Cependant, cet élément n'est pas le seul. La faiblesse de la demande et surtout l'attention plus grande que portent les consommateurs au niveau des prix ont pesé sur ceux-ci. L'automne a vu des baisses de prix pour les services aux particuliers, phénomène extrêmement rare. A la prime « qualité », qui amenait une baisse mécanique des prix à la consommation des automobiles, ont succédé des réductions, les constructeurs pratiquant une politique tarifaire agressive. L'inflation en 1997 devrait être contenue par ces éléments. Par la suite, la reprise économique ne susciterait qu'une diffusion lente des hausses de prix des produits importés jusqu'aux prix à la consommation des produits



30. Opinions sur les prix

a) Industrie (hors IAA)



b) Services

Source : INSEE.

manufacturés et des services privés car la consommation des ménages resterait molle.

L'influence de la hausse du dollar serait diffuse sur les prix de l'alimentation. En revanche, l'impact serait plus important sur les prix de l'énergie. Ceux-ci ont fortement accéléré en 1996 (+ 6,6 %) du fait de la hausse des cours mondiaux du pétrole. Les prix des produits pétroliers poursuivraient leur ascension au premier semestre 1997 car les distributeurs de carburants et les raffineurs chercheraient à reconstituer leurs marges. Par ailleurs, le taux de la taxe intérieure sur les produits pétroliers continuerait d'évoluer comme l'inflation. Cependant, la stabilisation du prix en francs du pétrole importé et les baisses de tarif prévues par EDF dans son contrat de Plan entraîneraient une décélération des prix de l'énergie en 1997 puis leur repli en 1998 (+ 3,9 % puis - 0,9 %).

Exception faite du tabac qui verrait son prix progresser fortement du fait de la fiscalité, les autres composantes de l'indice évolueraient lentement. Compte tenu du ralentissement des dépenses de santé observé en 1996, la CNAM accordera une réévaluation de 1,1 % des tarifs de base en 1997. Nous avons fait l'hypothèse qu'il n'y aurait pas de revalorisation en 1998, si bien que le prix des soins progresserait de 1,4 % en 1997 et de 0,7 % en 1998.

La décélération des loyers se confirmerait tandis que le prix de l'eau continuerait de progresser à un rythme de 5,7 % l'an. Les prix des services publics accéléreraient après une année de stagnation due à un effort particulier de la SNCF sur ses tarifs.

Ainsi, l'inflation sous-jacente (hors tabac et énergie) se stabiliserait en 1997 (+ 1,1 % de décembre 1996 à décembre 1997, tout comme en 1996) pour accélérer légèrement en 1998 (+ 1,3 %). La progression plus rapide que la moyenne des prix de l'énergie en 1997 modifierait ce profil pour l'inflation globale, qui décélérerait jusqu'en 1998 : + 1,8 % en 1996, + 1,4 % en 1997, + 1,3 % en 1998.

## **Le revenu des ménages, pénalisé par la fiscalité en 1996 et 1997...**

La progression du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages en 1996 a été particulièrement lente : seul le blocage des salaires de 82-83 avait entraîné une croissance plus faible en 1984 (en raison de l'érosion des salaires par une inflation forte). La faiblesse récente du revenu a été la conséquence de l'alourdissement des prélèvements obligatoires<sup>10</sup> dans un contexte de salaires modérés. L'allègement des prélèvements en 1997 permettrait une progression plus rapide du pouvoir d'achat. Cette progression se maintiendrait en 1998 grâce à l'accélération des revenus d'activité (tableau 2).

Les mesures du plan de décembre 1995 pour le redressement des comptes de la Sécurité sociale (introduction de la RDS et hausse du taux de cotisation maladie sur les revenus de transfert) ont fortement accéléré la montée des prélèvements obligatoires en 1996 (en francs constants, + 4,6 % après + 2,0 % en 1995). En 1997, l'allègement de l'impôt sur le revenu compenserait totalement la seconde hausse du taux de cotisation maladie sur les revenus de transfert ainsi que l'élargissement de l'assiette de la CSG. La baisse au 1er janvier de 1,3 point du taux de cotisation maladie pour les salariés serait compensée par la hausse de 1 point du taux de la CSG déductible. Par ailleurs, la base de l'impôt sur le revenu serait limitée du fait de la faible progression des revenus d'activité en 1996 et 1997. En 1998, les allègements

---

10. Les prélèvements obligatoires considérés ici sont ceux qui apparaissent dans le compte de revenu des ménages, à savoir : impôts sur le revenu et le patrimoine, dont CSG et RDS, cotisations sociales des salariés et des non salariés.

2. Croissance du revenu réel des ménages

En %

	1996	1997	1998
Excédent brut d'exploitation	1,3	1,9	2,5
dont :			
Entrepreneurs individuels	-0,7	1,6	3,0
Salaires nets (1)	0,6	3,1	2,3
dont :			
Salaires bruts (1) (2)	1,1	1,4	2,3
Cotisations (2)	3,4	-6,0	2,5
Prestations sociales	1,5	1,6	1,1
Revenus de la propriété et de l'entreprise (nets)	1,9	4,3	2,7
Impôts sur le revenu et le patrimoine	6,7	3,9	0,3
Somme des prélèvements sociaux et fiscaux	4,6	-0,4	1,1
Revenu disponible réel (1)	0,4	2,1	2,1
Prix à la consommation (moyenne)	2,0	1,6	1,4
Prix hors tabac (moyenne)	1,9	1,4	1,2

(1) La masse salariale tient compte du biais induit par l'emploi à temps partiel en prévision : c'est le produit du salaire individuel moyen calculé sur la durée de travail d'un temps plein par l'effectif « équivalent temps plein ».

(2) Au 1<sup>er</sup> janvier 1997, une baisse de 1,3 point du taux de cotisation maladie pour les salariés a été compensée par la hausse de 1 point du taux de la CSG déductible.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

(poursuite du plan sur cinq ans de réduction de l'impôt sur le revenu) n'empêcheraient pas une croissance du montant en francs constants des prélèvements (+ 1,1 % en 1998 après - 0,4 %), du fait de l'augmentation de la fiscalité locale et de la croissance de l'assiette d'imposition consécutive à la reprise d'activité.

Par ailleurs, les alourdissements des prélèvements obligatoires de 1996, destinés à réduire les déficits sociaux, n'ont pas été et ne seront pas compensés par une accélération des prestations sociales.

En 1996, l'ensemble des prestations, sauf celles liées au chômage, ont ralenti. Leur rythme de progression devrait rester faible compte tenu de l'attention portée à la maîtrise des déficits publics (tableau 3). Les prestations vieillesse pâtiraient des effets progressifs de la réforme des régimes complémentaires de 1993. Les prestations famille ont connu une forte décélération en 1996 du fait de la réduction des aides aux jeunes enfants, du simple doublement (au lieu du triplement accordé depuis 1993) de l'allocation rentrée scolaire (ARS), et de la non-revalorisation des prestations. La reconduction du doublement de l'ARS et les revalorisations ne devraient pas permettre une accélération sensible des prestations famille, ni en 1997, ni en 1998. Les prestations

maladie ont connu un fort ralentissement en 1996 du fait de l'absence de revalorisation des tarifs de base mais aussi à la suite d'une diminution en volume de la consommation médicale. La progression de 1,1 % de la base des remboursements (supposée ici intervenir au cours du premier trimestre 1997) accordée par la CNAM aux professionnels de la santé entraînerait une progression légèrement plus rapide des prestations santé en 1997. Cette revalorisation ne serait pas renouvelée en 1998. Plus liées au cycle d'activité que les autres, les prestations chômage auraient une évolution plus heurtée. Après une progression en 1996 et 1997 due à l'évolution défavorable de l'emploi, ces prestations décroîtraient en 1998.

### 3. Evolution des prestations sociales par risque (francs constants)

En %

Risque couvert	1995		1996		1997		1998	
	Glissement	Moyenne	Glissement	Moyenne	Glissement	Moyenne	Glissement	Moyenne
Santé	1,1	2,0	-1,0	0,5	3,4	1,2	0,2	0,9
Vieillesse	4,1	3,5	1,0	2,0	1,5	1,4	1,6	1,6
Famille	2,6	2,4	0,8	0,8	0,5	0,5	0,6	0,5
Emploi	-5,0	-6,6	3,3	1,0	2,3	2,9	-3,8	-1,7
Total	2,3	-2,1	0,9	1,5	2,0	1,6	0,8	1,1

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

### ... serait soutenu par les revenus d'activité en 1998

En 1998, les revenus d'activité prendraient la relève des allègements de fiscalité pour soutenir l'évolution du pouvoir d'achat du revenu disponible.

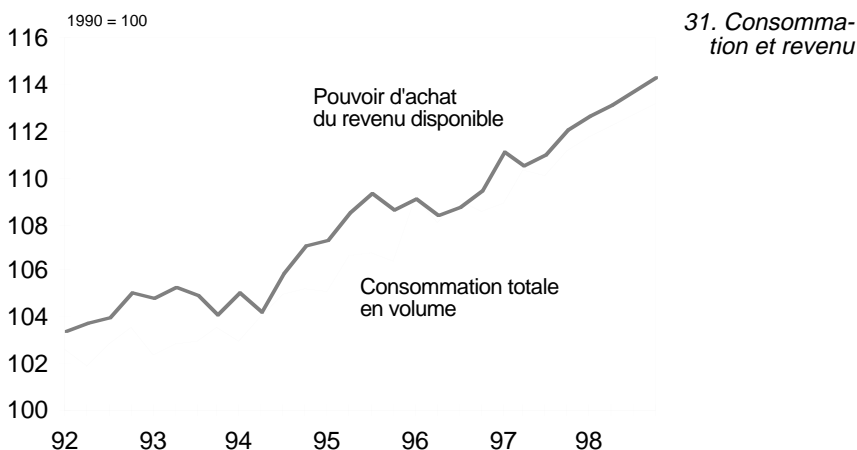
L'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels bénéficierait du redressement du secteur du bâtiment et de la légère remontée des prix de production agricole. En ce qui concerne la masse salariale, celle-ci progresserait essentiellement grâce à l'augmentation des effectifs. Dans le secteur marchand non agricole, les effectifs comptabilisés en équivalent-temps plein accélèreraient fortement à l'horizon de la prévision (- 0,3 % en 1996, + 0,3 % en 1997, + 1,7 % en 1998). En revanche, les salaires individuels moyens connaîtraient une évolution régulière de leur pouvoir d'achat. L'automne 1996 a vu une accélération des salaires privés qui a compensé le (léger) surcroît d'inflation induit par la hausse du taux de TVA au 1er août 1995. Cet effet persisterait au début de 1997 et serait donc sensible sur la moyenne de l'année : le pouvoir d'achat des salaires privés progresserait de 1,4 % en 1997 après 1,2 % en 1996. Ensuite, la progression du

pouvoir d'achat des salaires individuels dans le secteur marchand non agricole reviendrait vers un rythme de 1 % en 1998. La progression de la masse salariale serait donc surtout portée par l'évolution des effectifs et serait supérieure à celle de la productivité. Les coûts salariaux unitaires, après s'être stabilisés au cours de l'année 1997, progresseraient d'environ 1 % en 1998.

Les salariés des administrations publiques bénéficieront en 1997 des revalorisations du point fonction publique accordées par le gouvernement (0,5 % au 1<sup>er</sup> mars, 0,5 % au 1<sup>er</sup> octobre). Cependant l'absence de mesure d'augmentations générales ou sectorielles en 1996 pèsera sur l'évolution moyenne du pouvoir d'achat du salaire individuel des agents de l'Etat qui serait de 0,6 % en 1997 après 0,9 % en 1996. Ceci, conjugué à une stagnation des effectifs, entraînera une faible progression de la masse salariale publique en 1997. L'année 1998 serait plus favorable. Nous avons supposé deux revalorisations du point de la fonction publique (1 % au 1<sup>er</sup> mars, 0,5 % au 1<sup>er</sup> octobre) qui amèneraient une progression du salaire moyen des agents de l'Etat de 1,4 % en termes réels en 1998.

## Déconnexion entre consommation et revenu

Alors que leur revenu progressait très faiblement, les ménages ont accéléré leur consommation en 1996 (graphique 31). Ainsi, leur taux d'épargne a baissé de 1,8 point entre le dernier trimestre 1995 et le premier trimestre 1996 pour se redresser légèrement par la suite : il s'est maintenu à un niveau moyen de 12,7 % en 1996 après 14,3 % en 1995. Cette évolution est due à la conjonction de plusieurs facteurs qui ne se répéteraient pas en 1997. Tout d'abord, les grèves de décembre



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

ont entraîné un report de consommation entre le dernier trimestre 1995 et le premier de 1996, qui représente environ 0,2 % de la consommation annuelle. Ensuite, la forte décélération du revenu a été la conséquence d'un alourdissement brutal de la fiscalité au début de 1996, suivi d'un net ralentissement des prestations sociales. La consommation étant plus inerte, elle ne s'est pas adaptée immédiatement au revenu disponible. Enfin, la prime qualité a fait progresser de 10 % les achats de véhicules, ce qui représente 0,4 % de la consommation annuelle. Sa suppression n'implique pas néanmoins une baisse de 0,4 % de la consommation en 1997. En effet, une partie de ces achats correspond à un déplacement dans le temps d'une acquisition, le ménage n'ayant pas modifié par ailleurs sa consommation hors automobile. Dans ce cas, la consommation future sera amputée de ces achats. Cependant, une autre partie de ces achats n'est que le fruit d'une substitution de la consommation d'un bien à un autre et n'a donc pas de conséquence sur le comportement macroéconomique de ces ménages.

En 1997, les facteurs exceptionnels, tels que la prime qualité et le rattrapage de décembre, disparaissent. A la décélération du revenu succédera une accélération, ce qui entraînera à court terme une hausse du taux d'épargne. Par ailleurs, la nouvelle composition des prélèvements (plus de charges sur les revenus de transferts, qui ont une forte propension à être consommés, moins d'impôt sur le revenu) serait défavorable à la consommation. Ainsi, la progression rapide du revenu au début 1997 ne s'est pas encore traduite par une consommation accrue en janvier et février (selon les données disponibles sur la consommation de produits manufacturés). Elle devrait donc entraîner une hausse du taux d'épargne. Cependant, celle-ci serait passagère, grâce notamment à l'amélioration du climat de confiance. Alors que celui-ci s'était brutalement dégradé à l'automne 1995, et était resté ensuite à un bas niveau, les ménages ont une vision plus optimiste en ce qui concerne à la fois leurs revenus et les perspectives d'emploi depuis le mois de novembre 1996. Une fois le surcroît de revenu du premier semestre 1997 consommé, le taux d'épargne se stabiliserait au-dessus de 13 %. En moyenne annuelle, on assisterait à une hausse de 0,5 point du taux d'épargne, qui resterait toutefois bien en-deçà de son niveau de 1995. La progression de la consommation des ménages resterait lente (+ 1,3 % en moyenne annuelle en 1997) malgré une croissance du pouvoir d'achat du revenu disponible proche de sa moyenne de long terme (+ 2,3 %).

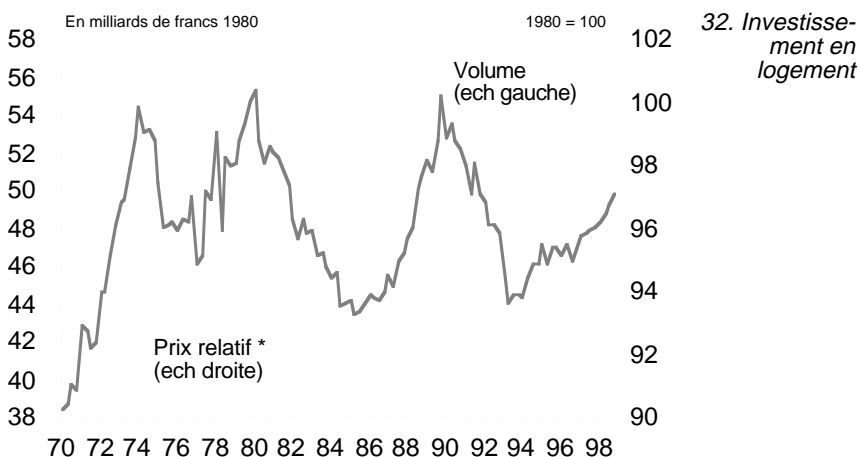
En 1998, les revenus d'activité prendraient une place plus importante, alors que les revenus de la propriété et de l'entreprise progresseraient modérément. De plus, le rythme soutenu des créations d'emploi contribuerait à l'amélioration du climat de confiance. Ces deux éléments empêcheraient une remontée précoce du taux d'épargne. Celui-ci se maintiendrait à 13,3 %, son niveau de la fin 1997, et la croissance de la consommation resterait modérée.

## La baisse des taux d'intérêt permettrait le redémarrage du marché du logement

La baisse des taux sur les marchés financiers a été répercutée de façon sensible sur les taux offerts aux particuliers pour les prêts à l'habitat en 1996. Cette évolution des conditions de financement, associée à une réduction de la fiscalité, a réorienté l'épargne des ménages en faveur du logement.

Ainsi, les ventes de logements neufs ont progressé de 15,5 % en 1996, avec une accélération en fin d'année. Celle-ci est due à la conjonction de deux événements : l'approche de la fin de la réduction des droits de mutation au 31 janvier 1997 et la mise en place de l'amortissement Périssol <sup>11</sup>. Elle devrait donc se poursuivre au début de l'année 1997 pour s'atténuer ensuite. Par ailleurs, le ralentissement des mises en chantier a permis une réduction du nombre des mises en vente (- 25,4 % en 1996). Les stocks de logements se sont donc dégonflés : à la fin 1996, ils représentent moins de 10 mois de vente, un niveau proche de celui observé de 1987 à 1989 avant la période de spéculation immobilière.

Cette évolution favorable du marché du logement neuf a été facilitée par une amélioration du marché de l'ancien. Dans la région parisienne, le nombre des transactions a fortement progressé, même s'il est resté en-deçà des chiffres observés avant la crise. Par ailleurs, la situation tant en termes de transactions qu'en termes de prix s'est améliorée pour les logements de plus grande taille. Le rétablissement d'un haut niveau de droit de mutation va freiner l'amélioration en cours en



\* Indice des prix du logement rapporté à l'indice des prix de l'ensemble de la consommation.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

11. La loi Périssol accorde des conditions d'amortissement particulièrement intéressantes lors de l'achat d'un logement neuf destiné à la location.



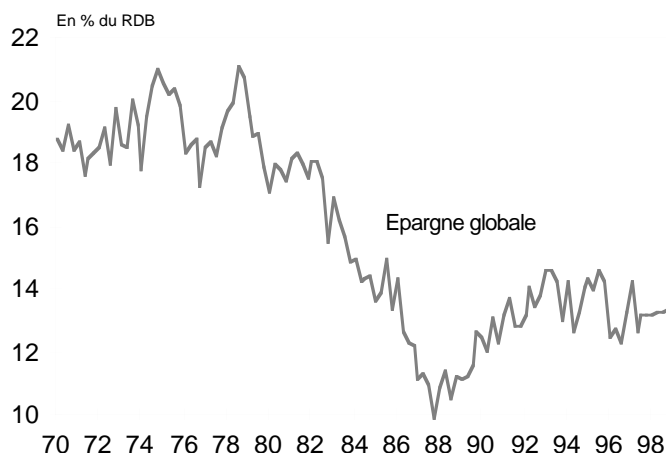
diminuant la fluidité du marché mais ne devrait pas l'arrêter, notamment grâce aux mesures Périssol. L'opinion des promoteurs immobiliers continue de s'améliorer au premier trimestre 1997, surtout dans le secteur privé. La baisse des prix et celle des taux d'intérêt permet de solvabiliser les ménages : la part de l'investissement en logement financé par des emprunts a fortement progressé durant la deuxième moitié de 1996. Le taux d'épargne en logement se stabiliserait en 1997 comme en 1998, permettant une croissance de 2,5 % en volume de l'investissement en logement des ménages en 1997 comme en 1998 (graphique 32).

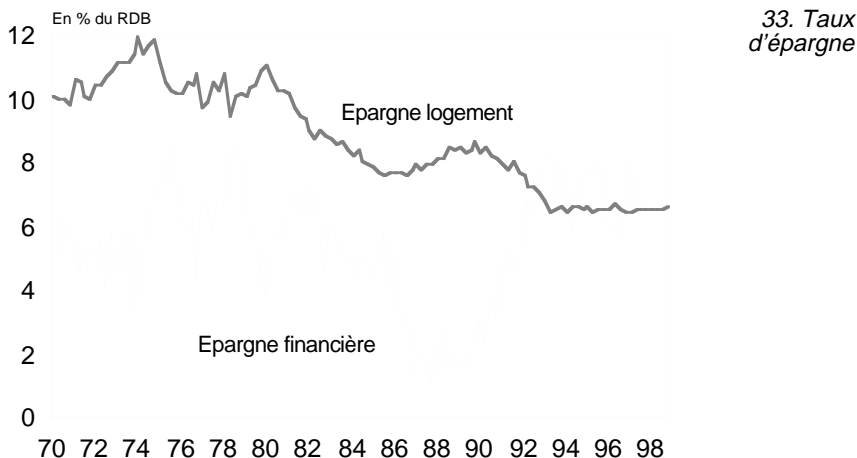
### Le taux d'épargne financière se stabiliserait

La part des dépenses en logement dans le revenu disponible des ménages ayant une évolution structurellement lisse, les récents à-coups du taux d'épargne sont imputables à l'épargne financière. La hausse du taux d'épargne en 1995, comme sa brutale baisse en 1996, ont été absorbées par le taux d'épargne financière, qui est passé de 7,8 % en 1995 à 6,1 % en 1996. En 1997, les sorties anticipées de PEP (Plan d'Épargne Populaire) permises par la loi de Finances 1997 entraîneraient une diminution des transferts nets en capital de 5 milliards de francs. L'évolution du taux d'épargne financière ne serait donc pas parallèle à celle du taux d'épargne : le taux d'épargne financière serait de 7,1 % en 1997 et 6,7 % en 1998 (graphiques 33).

Afin de soutenir la croissance de leurs dépenses (consommation et investissement en logement) en période de faible progression du revenu, les ménages ont eu recours au crédit en 1996. Les nouveaux crédits représenteraient environ 6,5 % du revenu disponible des ménages en 1996 après 6,2 % en 1995, soit une augmentation de 0,3 % du RDB. En 1997 comme en 1998, les crédits accordés aux ménages

33. Taux d'épargne





Sources : INSEE, prévisions OFCE.

représenteraient une part constante de leur revenu, compatible avec la stabilité de la part des dépenses dans ce même revenu. Les crédits à l'habitat seraient peu à peu favorisés par rapport aux crédits de trésorerie.

La baisse du taux d'épargne financière en 1996 ne s'est pas accompagnée d'une diminution des flux nets de placement. La progression de l'endettement a permis de financer à la fois un volume plus grand de dépenses et des placements plus importants. La baisse des taux des livrets administrés (livret A, Codevi,...) de 1 point au 1<sup>er</sup> mars 1996, la création du livret jeune, l'extension des bénéficiaires du livret populaire et le changement des conditions <sup>12</sup> des Plans d'épargne-logement ont été plutôt l'occasion d'une réallocation des portefeuilles que de diminution des avoirs. Cependant, les flux de placements (exprimés en pourcentage du RDB) ralentiraient un peu en 1997 et 1998, tout comme les flux d'endettement.

## Un « policy-mix » sous contraintes

Le « policy-mix » serait caractérisé en 1997 par une politique monétaire accommodante (sans toutefois être laxiste si l'on considère le niveau des taux d'intérêt réels comparativement à la croissance) et une politique budgétaire restrictive. En 1998, dans un cadre monétaire détendu et avec une croissance économique plus dynamique, la politique budgétaire pourrait être légèrement moins restrictive.

12. Le 24 janvier 1997, le taux de rémunération des PEL est passé de 5,25 % à 4,25 %, tandis que le taux des prêts auxquels ils donnent droit a été réduit de 5,54 à 4,80 %.

Alors que la France a connu un taux d'inflation parmi les plus bas d'Europe (à tel point que l'on a craint au cours de l'année 1996 d'aller vers une situation de déflation), et que les conditions de l'offre semblent rétablies, la croissance française est restée atone avec une progression du PIB de seulement 1,3 % en 1996. Les éléments semblaient pourtant réunis pour qu'une politique de relance permette de restaurer une croissance plus dynamique et en conséquence plus de créations d'emplois. Or, les choix de politiques économiques ne sont pas allés dans ce sens, mais au contraire, dans celui de la restriction, surtout en ce qui concerne la politique budgétaire. Il semble clair que la politique économique française est sous contraintes : le maintien de la parité franc/mark a guidé la politique monétaire, tandis que l'objectif de respect des critères de Maastricht a conduit à mener une politique budgétaire restrictive en période de croissance de plus en plus faible.

Toutefois, la reprise de croissance que nous prévoyons pour 1997 (2,5 % pour le PIB en volume) et pour 1998 (3,1 %) devrait à la fois profiter de la détente constante des taux d'intérêt, et permettre une politique budgétaire moins pénalisante qu'en 1996 et 1997.

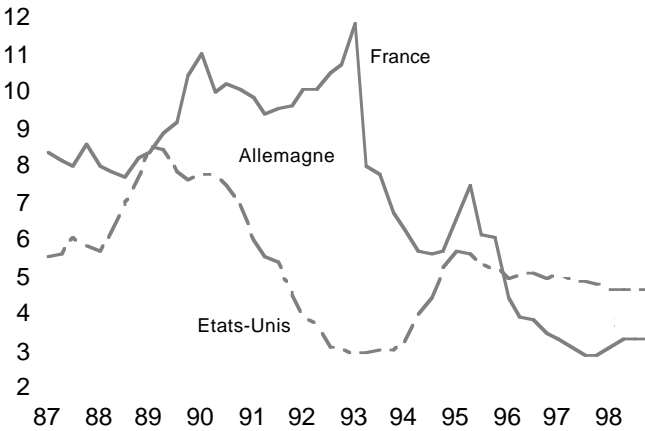
## **L'assouplissement monétaire continu viendrait enfin soutenir la croissance**

Depuis octobre 1995, dans la perspective de la participation de la France à l'UEM, les taux d'intérêt ont fortement baissé dans le sillage des taux allemands. L'impact de cette baisse sur la croissance économique semble s'opérer avec retard et ne produit pas ses pleins effets dès lors que les agents économiques demeurent particulièrement prudents et hésitent à augmenter leur consommation ou leurs investissements.

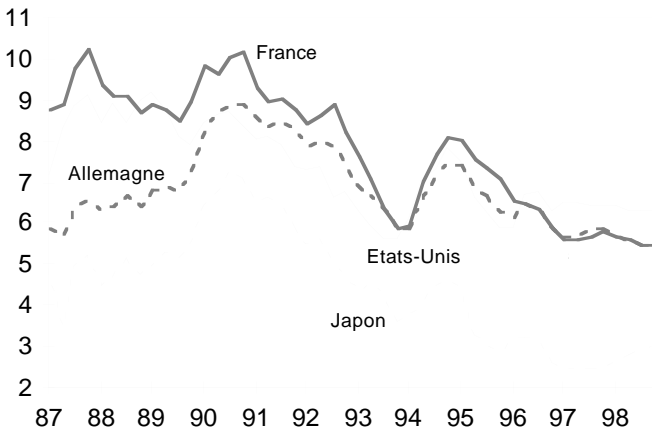
L'année 1996 bénéficie à la fois de la baisse constante des taux et, sur la fin de période, de la dépréciation du franc induite par la hausse du dollar. Ces conditions, favorables aux exportations françaises et au retournement des anticipations des entreprises quant à leurs débouchés, devraient permettre au second semestre 1997 et en 1998 de stimuler la production et l'investissement productif. On peut donc penser que les conditions monétaires ne devraient plus constituer un frein à l'amélioration de l'activité économique.

Depuis la fin de 1995, une détente marquée et continue des taux d'intérêt courts et longs s'est opérée. Les taux directeurs de la banque centrale ont baissé régulièrement, entraînant une diminution des taux courts. Le taux du marché monétaire à trois mois a franchi la barre des 3,5 %, pour s'établir à 3,3 % et atteindre son niveau le plus bas depuis les années soixante (graphique 34). Le différentiel par rapport aux taux courts allemands se situe désormais entre 0,1 et 0,2 point.

Dans le même temps, les taux longs ont nettement reculé jusqu'à un niveau historiquement bas, s'établissant à 5,5 % en février, ce qui conduit à un écart de taux nul avec l'Allemagne (graphique 35). La baisse des taux courts et l'absence d'inquiétude sur une éventuelle hausse des prix ont permis que les taux longs voient leur prime de risque liée à l'inflation anticipée diminuer. L'année 1994, qui avait vu les taux français baisser en-deçà des 6 %, avait donné lieu à une forte expansion qui, à l'époque, n'avait pas été relayée par les éléments de la demande pour enclencher un mouvement durable de reprise. Cette fois-ci, le contexte macroéconomique et monétaire semble meilleur et on peut raisonnablement penser que le bas niveau des taux longs est un indice rassurant sur l'apparition et la confirmation d'un mouvement de reprise dynamique. Le seul risque interne de remontée des taux longs européens viendrait de la croissance, qui, si elle est forte, conduirait les autorités monétaires à envisager une nouvelle hausse des taux. L'autre risque, externe, viendrait d'une remontée des taux longs américains. Cependant, nous ne retenons pas cette hypothèse



34. Taux d'intérêt nominaux à 3 mois



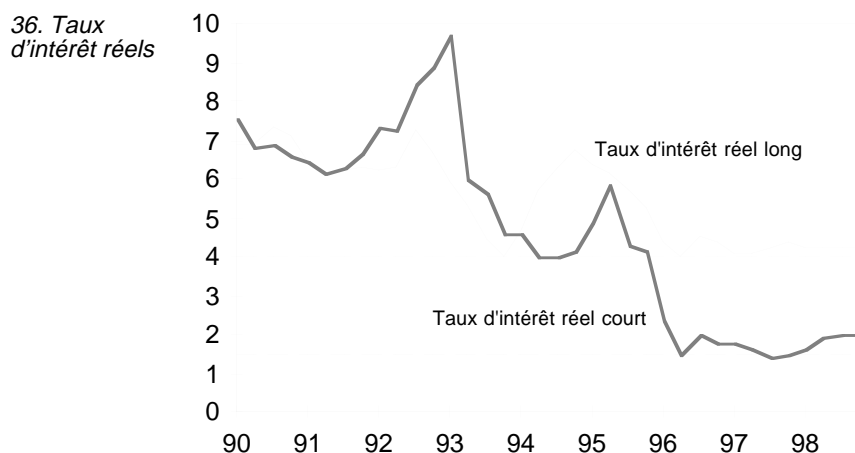
35. Taux d'intérêt nominaux à 10 ans

Sources : OCDE, prévisions OFCE.

dans notre scénario prévisionnel. Même si la Réserve fédérale américaine a récemment décidé un relèvement de son taux interbancaire d'un quart de point, le plaçant à 5,5 % pour prévenir l'inflation, rien ne laisse penser que ce signal pourrait être suivi d'un durcissement plus prononcé de la politique monétaire conduisant à un impact significatif sur les taux obligataires. Selon nos hypothèses, les taux d'intérêt longs européens demeureront nettement inférieurs aux taux longs américains.

Toutefois, les taux d'intérêt réels français demeurent encore élevés, surtout à long terme, en raison d'une inflation particulièrement basse. La baisse des taux longs enregistrée depuis 1995 peut être interprétée comme un rééquilibrage de l'économie, afin de stimuler l'investissement et la croissance au lieu du désendettement et de l'épargne. En effet, une situation où les taux d'intérêt réels demeurent durablement supérieurs à la croissance de l'activité est difficilement soutenable. De ce point de vue, les taux réels français à 10 ans seraient encore relativement hauts, avec un niveau pour 1997 et 1998 légèrement supérieur à 4 %. Les taux réels courts, quant à eux, se situent fin 1996 à leur plus bas niveau depuis le début des années quatre-vingt (1,6 %). De la légère remontée des taux nominaux fin 1998 ainsi que de la faiblesse de l'inflation, résulteraient des taux d'intérêt courts réels approchant les 2 % (graphique 36).

La baisse des taux est intervenue dans un contexte de change très stable : le franc est resté proche de sa parité centrale au sein du mécanisme de change européen, notamment vis-à-vis du mark. Les marchés financiers semblent convaincus que l'UEM se fera dans les conditions prévues. La preuve en est que l'annonce récente d'un déficit public au sens de Maastricht légèrement supérieur à celui prévu en Loi de finances (à 4,1 % pour 1996 au lieu de 4 %) n'a eu aucun impact.



Sources : OCDE, prévisions OFCE.

## Agrégats monétaires : la Banque de France à la recherche du bon indicateur

La Banque de France a respecté en 1996 les objectifs fixés par le Conseil de la politique monétaire (CPM). En effet, malgré l'augmentation de 2 points du taux normal de la TVA en août 1995, qui a été intégrée progressivement dans les prix, l'inflation a été contenue en-deçà de l'objectif de 2 %.

L'objectif (intermédiaire) de stabilité de la valeur externe du franc vis-à-vis « des monnaies les plus crédibles du mécanisme de change européen » a été également atteint. La parité franc/mark a fait preuve d'une grande régularité et semble se stabiliser dans une fourchette de 3,37 à 3,38 francs pour 1 mark.

L'objectif intermédiaire interne qui porte sur l'évolution de moyen terme de la masse monétaire a été respecté si l'on considère l'indicateur qu'avait choisi le CPM pour 1996. En effet, l'agrégat M3 a connu une progression annuelle nettement inférieure à 5 %<sup>13</sup>, ce qui n'est pas incompatible avec le respect de l'objectif de moyen terme. Le ralentissement a été tel (- 2,3 % entre décembre 1995 et décembre 1996) que l'évolution de M3 était le signe pour certains de l'état déflationniste de la France. Cependant, de nombreuses modifications de la structure de l'épargne dans une période de forte baisse des taux d'intérêt ont conduit la Banque de France à s'interroger sur la pertinence de l'agrégat M3 pour représenter un indicateur de la masse monétaire. Alors que les autres objectifs ont été reconduits à l'identique pour l'année 1997, l'objectif interne de croissance de la masse monétaire sera désormais apprécié par l'évolution des agrégats monétaires étroits et larges, c'est-à-dire M1, M2, M3 et éventuellement l'agrégat de placement P1.

### 5. Les agrégats monétaires et de placement

Les agrégats de monnaie constituent des indicateurs clés car ils reflètent la capacité de dépense des agents économiques résidents. Ceux qui correspondent à une simple réserve de moyens de paiement ou d'encaisses de transactions sont dits monétaires. Les autres qui reflètent une volonté plus durable d'épargne sont des agrégats de placement, classés selon leurs caractéristiques et par ordre de proximité décroissante avec les avoirs monétaires.

Les agrégats de monnaie (M1, M2, M3, M4) regroupent les moyens de paiement des agents économiques et, parmi leurs placements financiers, ceux qui peuvent être utilisés en règlement des transactions, après conversion rapide et facile en moyens de paiement, sans risque important de perte en capital.

---

13. On rappelle que le chiffre de 5 % est compatible avec une hausse des prix n'excédant pas 2 % et une croissance du PIB non inflationniste (assimilable à une croissance potentielle) d'environ 2,5 % ou 3 % en volume. Ainsi, la cible de 5 % se comprend à moyen terme, puisque, ponctuellement, le PIB peut dépasser sa croissance tendancielle et amener la masse monétaire à croître plus ou moins rapidement que la cible.

M1 regroupe les avoirs ayant le caractère de moyens de paiement (soit la monnaie fiduciaire, c'est-à-dire les billets et les pièces, et la monnaie scripturale, c'est-à-dire les dépôts à vue placés dans les établissements de crédit, la Poste et le Trésor).

M2 représente la somme de l'agrégat M1 et des placements à vue effectués sur des comptes sur livrets à taux réglementés (livrets A, livrets bleus, comptes d'épargne logement, CODEVI...).

M3 se construit comme l'agrégat M2 auquel on ajoute les placements en devises (qui n'appartiennent pas à M1 en raison d'un risque de perte de capital lié au risque de change), les placements à terme non négociables sur le marché, les titres de créances négociables émis sur le marché monétaire par les établissements de crédit et détenus par les agents non financiers résidents (certificats de dépôt des banques, BMTN bons à moyen terme négociables,...), les parts de fonds communs de placement à moins de 5 ans et les titres d'OPCVM monétaires détenus par les agents non financiers résidents.

M4, enfin, regroupe M3 et les catégories de titres de créances négociables non répertoriées dans M3 car émises par des agents non financiers (bons du Trésor émis par l'Etat, billets de trésorerie et BMTN émis par les sociétés).

Les agrégats de placement regroupent les catégories de placements financiers autres que monétaires. Ils existent depuis la réforme de 1991 et ont été légèrement modifiés en 1994. A la différence des agrégats M, les agrégats P ne s'emboîtent pas entre eux, compte tenu de l'éventail très ouvert des placements qui y sont inclus.

P1 représente les placements stables et non négociables sur un marché, qui constituent ce que l'on appelle l'épargne contractuelle (PEL, PEP, PEA, OPCVM garantis,...)

P2 représente les obligations (tous émetteurs confondus), les placements d'assurance-vie et les titres d'OPCVM (obligations et autres titres de créances) détenus par les agents non financiers résidents.

P3 regroupe les portefeuilles des agents non financiers résidents en actions (tous émetteurs confondus) et en titres d'OPCVM en actions.

La Banque de France présente d'autres données comme les contreparties de la masse monétaire qui permettent de mettre en évidence les principaux canaux de la création monétaire effectuée par les institutions financières. On retiendra également l'endettement intérieur total (EIT) qui a pour particularité d'être une statistique retenue par le Conseil de la Politique monétaire parmi les grandeurs à surveiller.

L'EIT mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidents obtenus par voie d'endettement soit auprès des établissements de crédit, soit sur les marchés de capitaux, tant en France qu'à l'étranger. L'EIT permet à la Banque de France de vérifier que l'économie dispose des moyens de financement nécessaires à sa croissance. Le suivi de l'EIT renseigne sur les ressources d'emprunt dont disposent les agents économiques. Il permet d'apprécier un risque éventuel d'augmentation excessive de la demande interne, de nature à compromettre la stabilité des prix et de l'équilibre extérieur.

Source : Bulletin de la Banque de France.

La baisse des taux d'intérêt, les modifications du régime fiscal applicable aux OPCVM (en janvier 1996) et l'abaissement de un point de la rémunération des livrets A (mars 1996) ont provoqué de fortes réallocations des placements. En particulier, on observe une nette désaffectation pour les placements monétaires (compris dans M3 et M4 mais pas dans M1 ou M2) au profit des placements à long terme (obligations, actions, assurance-vie, compris également dans les agrégats de placement) et des dépôts (le fait qu'ils soient mal rémunérés n'étant plus pénalisant).

On a ainsi pu observer un net repli de l'agrégat M3-M2 au profit de l'agrégat P1 qui contient notamment les Plans d'épargne logement (PEL) (tableau 4). L'agrégat M1 a crû le plus souvent un peu plus vite que l'activité, ce qui est la conséquence probable de la baisse du coût de détention de la monnaie induite par la baisse des taux d'intérêt. Le ralentissement que l'on observe en fin d'année en glissement annuel est dû au niveau particulièrement élevé qu'avait connu l'agrégat M1 en décembre 1995. Les agents avaient alors procédé à des accumulations involontaires d'encaisses alors même qu'ils ralentissaient leur consommation en raison des mouvements sociaux de fin d'année.

L'agrégat M2-M1 a connu en 1996 une évolution plus modérée que l'année précédente, mais néanmoins rapide. Les livrets bleus et les livrets A ont vu leurs encours diminuer en raison de l'abaissement d'un point de leur rémunération en mars 1996. Mais les encours des CODEVI, des livrets soumis à l'impôt et des livrets d'épargne populaire ont vivement progressé, car l'ensemble de ces placements à vue rémunérés à taux réglementé conservent un rendement moyen (après impôt) supérieur à celui qu'offrent les taux de marché à moins d'un an. De plus, cette croissance des encours a été soutenue par la création du Livret jeune et l'élargissement des conditions pour les livrets d'épargne populaire.

L'agrégat M3 connaît depuis le début des années quatre-vingt-dix des mouvements déconnectés de l'activité économique, qui le rendent difficilement lisible (graphique 37). En 1996 particulièrement, l'évolution de M3 doit être interprétée avec prudence en raison des modifica-

#### 4. Progression des agrégats monétaires

En %

	M1	M2	M3	M4	M2-M1	M3-M2	P1	M3+P1	EIT
Variations sur 12 mois des encours CVS (mm3) : décembre 1995	5,3	6,8	4,2	4,2	8,5	0,9	12,3	6,0	5,4
Variations sur 12 mois des encours CVS (mm3) : décembre 1996	2,4	4,7	-2,3	-1,2	7,5	-11,5	17,3	2,3	3,0 nov

Sources : Banque de France, estimations OFCE.



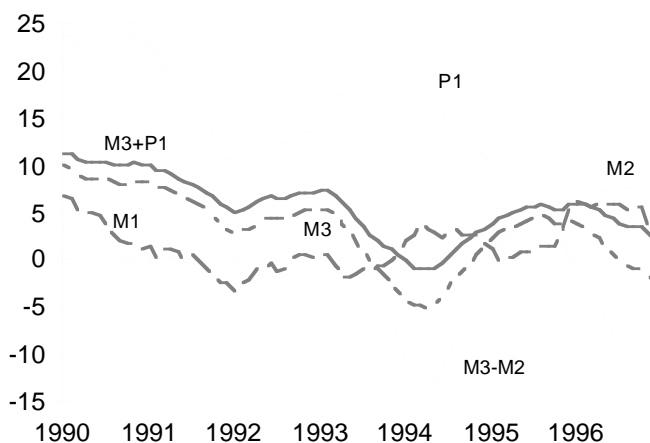
tions fiscales qui ont provoqué des réallocations de portefeuille. La partie de cet agrégat qui regroupe les placements à taux de marché (M3-M2) a connu une forte baisse (-11,5 % en 1996 soit une réduction des encours de 244 milliards). La chute a particulièrement affecté les OPCVM monétaires dont le seuil d'exonération des plus-values de cessions a été rehaussé. Les taux de marché ayant baissé, les encours des placements en dépôts à terme et en titres de créances négociables ont connu un recul exceptionnel (respectivement - 20 % et - 17 % environ).

Les encours soustraits de M3 ont été massivement déplacés vers des formes d'épargne plus rémunératrices, généralement enregistrees dans les agrégats de placement. Ainsi P1, qui regroupe l'épargne contractuelle, a connu en 1996 une très forte croissance (plus de 17 %) due à la progression de l'ensemble de ses composantes ; de janvier 1996 à janvier 1997, les plans d'épargne logement (PEL) ont progressé de 24,1 %, les plans d'épargne populaire (PEP) ont augmenté de 13,7 % et les titres d'OPCVM garantis ont vu leurs encours gonfler de 36,2 %.

Les autres placements à long terme, tels que l'assurance-vie ou les placements obligataires (inclus dans P2 et P3), sont également restés très dynamiques.

Face à ces évolutions, le CPM a recommandé de ne plus considérer seulement l'agrégat M3 pour observer la progression de la masse monétaire, mais de s'intéresser aussi aux autres agrégats et à l'ensemble M3+P1 qui serait plus représentatif de l'évolution de la demande de monnaie. En effet, les placements inclus dans P1 sont traditionnellement des formes d'épargne bloquée (pendant quatre ans pour les PEL et huit ans pour les PEP). Mais, un certain nombre de mesures ponctuelles ont permis (et permettront encore en 1997) de disposer prématurément de ces fonds. Ces possibilités rapprochent l'épargne contractuelle des placements monétaires, à ceci près qu'ils sont nettement mieux rémunérés. Considérant que P1 comprend des

37. Agrégats monétaires et de placement

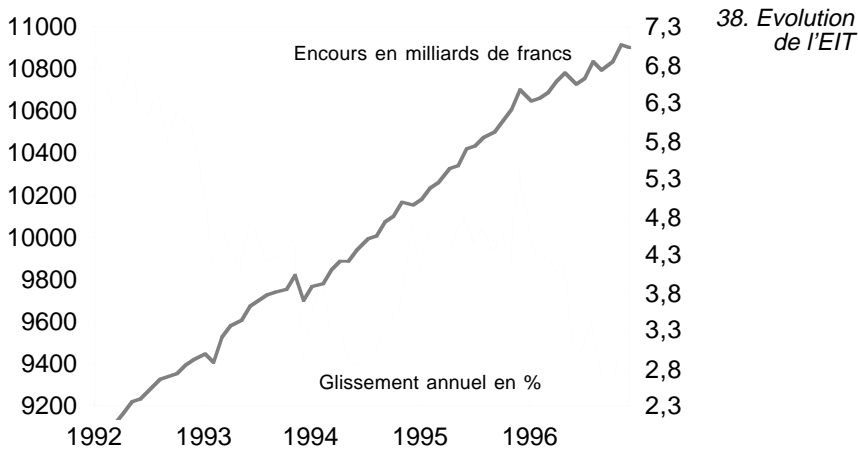


Sources : Banque de France, calculs OFCE.

formes d'épargne liquide au même titre que M3, la Banque de France justifie sa volonté de l'incorporer dans la surveillance de la politique monétaire. Néanmoins, si les circonstances font que l'épargne contenue dans P1 peut être ponctuellement plus liquide que par le passé, rien ne prouve que cette forme de placement intègre désormais une épargne de nature structurellement différente qu'auparavant. Ainsi, on peut penser que les PEL et les PEP continuent de représenter majoritairement des encours d'épargne longue. Une fois les effets d'aubaine disparus, il y a peu de chance que les placements récents soient transformés en moyens de paiement immédiat venant financer la consommation. Ils resteront plutôt bloqués en vue de constituer une épargne de précaution, toujours nécessaire compte tenu des taux de chômage encore élevés inscrits en prévision. En ce sens, observer l'agrégat M3+P1 au lieu du seul agrégat M3 ne donnerait pas une information plus fiable quant à l'évolution de la masse monétaire.

L'endettement intérieur total (EIT), dernier indicateur observé par la Banque de France, retrace l'évolution des moyens de financement de l'économie française. Il ne s'agit pas d'un agrégat contrôlable, ce qui explique qu'aucune norme de progression ne soit donnée par le CPM. Cependant l'observation de son évolution et de celle de ses composantes donne de l'information sur le comportement des agents non financiers et de l'Etat.

En 1996, la progression de l'EIT a ralenti par rapport à 1995 mais cela ne donne pas lieu à des inquiétudes sur la capacité de l'économie à assurer le financement de sa croissance (graphique 38). L'endettement intérieur de l'Etat continue de progresser mais à un rythme plus modéré que par le passé, passant en variation sur douze mois de 13,4 % en décembre 1995 à 7,3 % en novembre 1996. De même, la contribution des sociétés non financières à la progression de l'EIT s'est nettement réduite. L'endettement des sociétés s'est contracté tout au long de l'année et affiche un recul de 1,1 % sur douze mois à la fin de



Sources : Banque de France, calculs OFCE.

1996. Les financements consentis aux ménages sont en hausse sur douze mois et progressent de 2,7 % en novembre.

## **Politique budgétaire : objectif atteint en 1996**

Le déficit public atteindrait 4,1 % du PIB en 1996, ce qui constitue un léger dérapage par rapport aux 4 % initialement prévus dans la loi de finances. Cet écart par rapport à l'objectif serait de 7,6 milliards. Par rapport à 1995, la réduction du déficit serait de l'ordre de 28 milliards (295,4 milliards en 1996 contre 323 milliards en 1995).

Ce résultat est plutôt satisfaisant dès lors que le cadrage macro-économique qui soutenait un déficit de 4 % était fondé sur une croissance de 2,8 %<sup>14</sup>. Or celle-ci n'a été que de 1,3 %. Il manque 41 milliards aux recettes fiscales pour respecter les prévisions de la Loi de finances initiale et 13,5 milliards par rapport au collectif d'automne. Les recettes fiscales ont souffert du manque de dynamisme de la TVA, que n'a pas compensé le bon rendement de l'impôt sur les sociétés. Cependant, dans le même temps, la progression des dépenses a été inférieure aux prévisions (1,7 % contre 2,1 % en 1995 et 4,6 % en 1994). La charge de la dette a été moins lourde que prévu grâce à la baisse des taux d'intérêt (allègement de 6 milliards). De plus, le gouvernement a procédé à 31 milliards d'annulation de crédits pour compenser des dépenses nouvelles, apparues en cours d'année (prime automobile, aide au logement, politique de l'emploi).

Dans l'hypothèse où le déficit de la Sécurité sociale (régime général) ne s'écarterait pas trop des 51,5 milliards prévus, les administrations de Sécurité sociale n'aggraveraient le déficit public que de 0,6 % du PIB. Par ailleurs, le besoin de financement des collectivités locales serait quasiment nul (d'après le Crédit Local de France), ce qui signifie qu'il y a peu de risques que le déficit total des administrations publiques ne dérive au delà des 4,1 % annoncés en février (les résultats complets ne seront connus que le 25 avril).

## **1997 : un budget sous haute surveillance**

Le budget 1997 repose sur une prévision de croissance du PIB de 2,3 %. Il prévoit une stabilisation des dépenses de l'Etat à leur niveau de 1996, donc une baisse en volume égale à l'inflation prévue, soit 1,5 %. La soule de France Télécom permettra par ailleurs de minorer le déficit de l'Etat de 0,45 % du PIB. Enfin, grâce au plan d'économies

---

<sup>14</sup>. Il s'agit de la prévision faite par le Ministère des Finances en septembre 1995 pour l'année 1996.

programmé pour le régime général, le déficit de la Sécurité Sociale devrait être ramené à 29 milliards.

Selon ce scénario décrit dans la Loi de finances initiale, le déficit des administrations publiques s'établirait fin 1997 à 3 % du PIB (tableau 5).

Quelques mois après le vote de ce budget, on peut déjà s'interroger sur la capacité de la France à s'y conformer. En effet, le contexte macroéconomique semble plus favorable (notre prévision s'établit à 2,5 % de croissance du PIB contre les 2,3 % de la LFI) ; mais le déficit de la Sécurité sociale serait déjà réestimé à 35,2 milliards, soit 4,8 milliards de plus que le chiffre inscrit dans la LFI et récemment entériné par le Parlement, et cela en raison de la révision à la baisse de la progression de la masse salariale (sur laquelle sont basées 80 % des recettes).

Le dérapage par rapport aux prévisions initiales du déficit de la Sécurité sociale n'est pas très important en valeur, mais chaque milliard risque de compter fin 1997 pour atteindre les fameux 3 %, même s'il semble que les négociations pour l'accession à la monnaie unique seront d'abord politiques, en particulier si l'Allemagne ne respecte pas strictement le critère budgétaire.

Pour 1997, on peut penser que l'Etat réussira à tenir les 2,9 % de déficit anticipé. En effet, les recettes pourraient être légèrement plus élevées que prévu si la croissance se montre plus dynamique (du moins celles qui dépendent de la conjoncture courante et non de l'activité passée comme c'est le cas pour l'impôt sur le revenu).

Par ailleurs, le gouvernement a d'ores et déjà réalisé un gel de crédits de l'ordre de 10 milliards, pour se prémunir contre d'éventuels

### 5. Déficits des administrations publiques

En % du PIB nominal

	1995	1996	1997	1998
Etat (définition comptabilité nationale)	-4,2	-3,65	-3,45	-3,2
Corrections (France Télécom, passage en comptabilité européenne)	0,2	0,15	0,45	0,1
Etat (définition Maastricht)	-4,0	-3,5	-2,9	-3,1
Administrations de Sécurité sociale	-0,85	-0,6	-0,3	-0,2
Autres administrations	0	0,1	0,2	0,2
Total des administrations publiques (définition comptabilité nationale)	-5,05	-4,15	-3,55	-3,1
Coupons courus	0,2	0,15	0,55	0,1
Total des administrations publiques (définition Maastricht)	-4,85	-4,0	-3,0	-3,0

Sources : INSEE, loi de Finances pour 1997, prévisions OFCE.

dérapages (plus que probables) que l'on constaterait par rapport aux dépenses prévus en LFI (par exemple on peut penser à des dépassements portant sur la politique de l'emploi).

Ce chiffre de 10 milliards, qui paraît faible au regard du montant total des dépenses (environ 1 550 milliards), se révèle en fait difficile à atteindre. En effet, la plupart des dépenses ne sont pas compressibles (salaires, dépenses sociales) et ne permettent pas de gel. De plus, le budget de la Défense, conditionné par la loi de programmation militaire, sera peu ou pas mis à contribution. On voit à cette occasion la difficulté que représenterait un léger dérapage, tant les marges de manœuvres qui demeurent pour 1997 sont étroites.

Comme en 1996, ce sont les excédents de l'UNEDIC, les excédents des organismes divers d'administration centrale (ODAC) et l'équilibre budgétaire des collectivités locales qui devraient permettre de boucler le budget des Administrations publiques en 1997.

L'excédent de l'UNEDIC devrait toutefois être révisé à la baisse à cause de la nouvelle convention. L'excédent a été réestimé à 3 milliards pour 1997 (contre 11,8 milliards prévus en octobre 1996) et 1,3 milliard en 1998 (contre les 15,7 initialement prévus). La convention prévoit un nouveau régime d'indemnisation du chômage et impose le partage de la quasi-totalité des excédents entre les entreprises, les salariés et les chômeurs. Ainsi, l'allègement de la contribution UNEDIC de 0,42 point au 1<sup>er</sup> janvier a absorbé plus de la moitié des excédents pour 1997 et 1998. Toutefois, cette révision des comptes était prévue depuis longtemps. L'excédent de 0,05 % de PIB, qui concerne les régimes autres que le régime général pour les administrations de Sécurité sociale (et qui inclut l'excédent de l'UNEDIC), tiendrait déjà compte de cette révision à la baisse.

## **Le retour de la croissance ne desserre guère les contraintes budgétaires**

Que le déficit de 1997 atteigne 3 % strictement ou s'en approche fortement, la France devra continuer de contrôler ses finances publiques en 1998 afin de rester sous ce seuil. Or cette tâche sera très difficile en l'absence d'opérations exceptionnelles comme l'apport de la soule de France Télécom. En dehors de son caractère ponctuel, une telle opération ne serait plus autorisée par la Commission européenne qui a récemment précisé les modalités de calcul des déficits publics <sup>15</sup>.

---

15. Ces dispositions décrivent précisément les limites dans lesquelles doivent s'effectuer les calculs de déficit public au sens de Maastricht. En particulier, la comptabilisation des opérations particulières (comme pour France Télécom) et celle des coupons courus est clairement explicitée.

De plus, le gouvernement s'est engagé à poursuivre la réduction de l'impôt sur le revenu, pour un montant de 12,5 milliards en 1998.

En 1998, on peut espérer que les stabilisateurs automatiques jouent favorablement compte tenu de la croissance assez dynamique (3,1 %) que l'on attend. Le simple effet de la croissance devrait permettre de réduire le déficit de l'Etat d'environ 0,3 à 0,4 % du PIB. Selon nos hypothèses, les dépenses nominales progresseraient d'environ 1,9 % (1 583 milliards de francs), tandis que les recettes augmenteraient sensiblement (2,2 % du PIB, soit 1 307 milliards). Du côté des dépenses, l'Etat continuerait d'exercer un contrôle assez strict mais le regain de croissance prévu pour 1998 permettrait de relâcher légèrement la contrainte sur l'investissement et la consommation des administrations (en progrès respectivement de 2,2 et 1,5 %). Du côté des recettes, la TVA augmenterait un peu plus grâce à une consommation un peu plus vive (2,1 % selon nos hypothèses), l'impôt sur les sociétés resterait dynamique, l'impôt sur le revenu progresserait peu en raison de la réforme fiscale (12,5 milliards d'allègement prévus) et de la faible progression des revenus de 1997 sur lesquels il est calculé. Au total, le déficit de l'Etat se dégraderait légèrement pour atteindre 3,1 % en comptabilité européenne.

Cette dégradation serait compensée par le résultat des administrations de Sécurité sociale, dont le redressement des comptes se prolongerait et conduirait à un déficit de 0,2 % du PIB. Le régime général de la Sécurité sociale pourrait afficher un déficit inférieur à 20 milliards. Les autres administrations (APUL et ODAC) se comporteraient comme en 1997 et connaîtraient un excédent de 0,2 %.

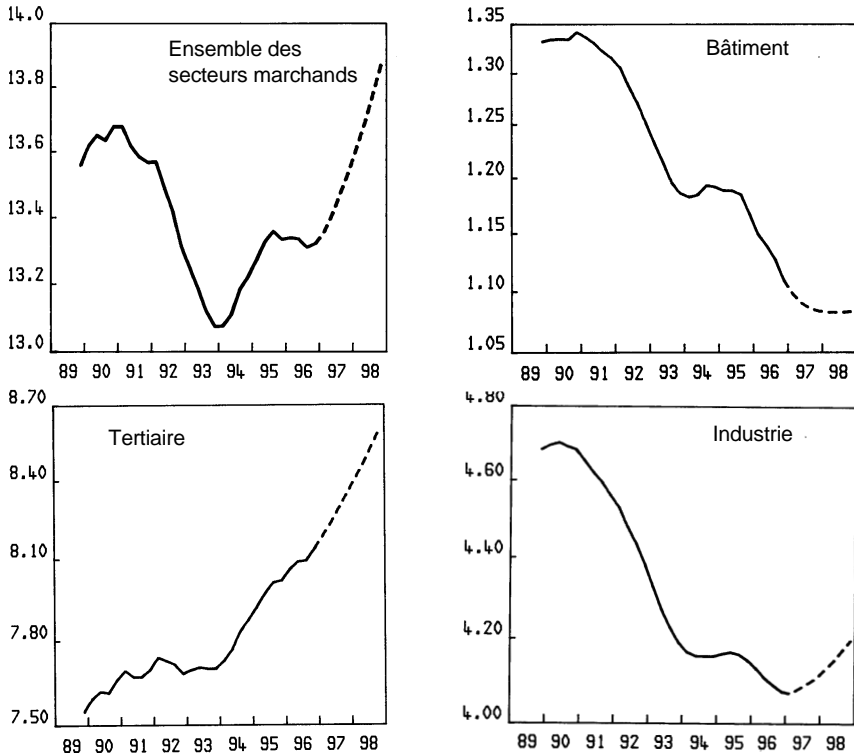
L'utilisation des coupons courus pour solder le budget étant contrainte par les nouvelles normes de comptabilité européenne, la contribution de ce poste à la réduction du déficit des administrations publiques au sens de Maastricht sera réduite. Au total, ce déficit s'établirait de nouveau à 3 % du PIB, soit 260 milliards de francs.

## **L'emploi a résisté au ralentissement, mais le chômage a repris sa course**

Au cours de l'année 1996, l'emploi salarié a quasiment stagné : selon les statistiques provisoires, un peu plus de 10 000 pertes ont été enregistrées, soit une baisse de 0,1 %. Ce profil atone recouvre de fortes disparités sectorielles, opposant les activités secondaires et tertiaires (graphique 39).

L'industrie, après avoir renoué avec les destructions d'emplois au second semestre 1995, a continué à supprimer des postes tout au long de l'année dernière. L'évolution n'a pas été uniforme au cours de l'année. L'ajustement fut plus important au premier semestre, avec une baisse des effectifs de 1 %, en écho au recul de la production durant

39. Emploi salarié \* (millions, cvs)



\* En fin de trimestre

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

l'année 1995 ; puis le redressement de l'activité industrielle au premier semestre 1996 a permis aux entreprises de restaurer la croissance de la productivité tout en ralentissant les pertes (- 0,8 % au second semestre). L'année 1996 s'achève ainsi sur une contraction des effectifs industriels de 1,8 %, repli modéré au regard de ceux enregistrés lors des crises du milieu des années quatre-vingt ou du début des années quatre-vingt-dix. Ceci tient probablement au bon niveau de départ de la productivité, autorisé par la reprise de la production en 1994.

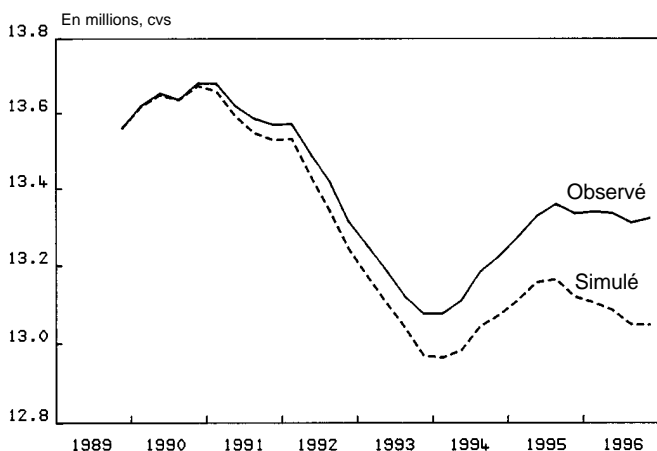
De ce point de vue, la situation dans le bâtiment et les travaux publics est à l'opposé de celle de l'industrie. Les effectifs ont reculé de 5 % en 1996, soit un repli identique à celui enregistré au plus fort de la récession, même si la baisse de la production en 1995 et 1996 a été sensiblement moindre. Ici la reprise de l'activité en 1994 avait été modeste. Le retard de la productivité n'a pu être entièrement comblé. La poursuite de cet ajustement a donc amplifié les effets sur l'emploi du recul de la production au cours des deux dernières années.

Le secteur tertiaire, quant à lui, est resté créateur d'emplois en 1996 (1,5 %), bien qu'avec 120 000 postes supplémentaires contre

144 000 l'année précédente, le rythme des embauches ait porté la marque du ralentissement conjoncturel. Il n'en demeure pas moins que le tassement des créations a été relativement modeste : comme c'est le cas depuis plusieurs années maintenant, le développement du travail à temps partiel, encouragé depuis septembre 1992 par l'institution d'un abattement de charges sociales, a vraisemblablement amplifié les recrutements.

Selon nos estimations, plus de 50 000 emplois supplémentaires ont vu le jour l'année dernière, sous l'hypothèse conforme aux évolutions passées d'une élévation de 1,2 point de la part des emplois à temps partiel dans l'emploi du secteur tertiaire<sup>16</sup>. La diffusion de cette catégorie d'emplois explique ainsi la relative bonne tenue des effectifs salariés durant la récente pause d'activité. Au lieu d'une simple stabilisation, les secteurs marchands auraient, sinon, enregistré une baisse franche de l'ordre de 0,6 %, soit un recul d'environ 70 000 emplois (graphique 40).

La réduction de la durée moyenne du travail dans l'économie, qui résulte de ces tendances, semble donc pouvoir rendre significativement compte de l'affaiblissement des gains de productivité apparente dans la période récente<sup>17</sup>. Corrélativement, elle peut expliquer les mauvaises performances des équations économétriques traditionnelles qui sous-estiment fortement les effectifs depuis quelques années<sup>18</sup>. En effet, nos calculs conduisent à un niveau d'emploi supérieur de 275 000



40. Emploi salarié corrigé du temps partiel

Sources : INSEE, ministère du Travail, calculs OFCE.

16. Voir : « L'Europe crée... et exporte sa monnaie », *Observations et Diagnostics Economiques, Revue de l'OFCE*, n° 59, octobre 1996, pp. 83-84.

17. Selon nos estimations, le développement du temps partiel a entraîné une réduction de moitié des gains de productivité dans le secteur tertiaire depuis une dizaine d'années (de 0,7 % à 0,4 % l'an).

18. Pour une synthèse de ce problème, voir Duchêne S. : « Analyse des évolutions récentes de la productivité apparente du travail », *Note de Conjoncture*, INSEE, décembre 1996, pp. 22-30.



personnes, à la fin de 1996, par rapport au niveau auquel aurait conduit la seule évolution de l'emploi à plein temps depuis 1990 (graphique 40).

Avec 150 000 demandeurs d'emplois supplémentaires l'année dernière, le chômage a repris sa progression (tableau 6). La baisse des effectifs dans l'industrie et la construction explique principalement cette remontée. En effet, les variations d'emploi dans les secteurs secondaires ne suscitent quasiment pas de mouvements de population active : la perte d'un emploi conduit presque toujours à une inscription au chômage et non pas à un retrait du marché du travail. Dans les secteurs tertiaires marchands la fréquence de passage de l'inactivité à l'emploi, ou l'inverse, est nettement plus élevée qu'ailleurs, du fait de la forte féminisation des postes et du développement des emplois à temps partiel : les créations dans les services en 1996, encore nombreuses malgré le ralentissement, ont ainsi attiré sur le marché du travail des personnes qui autrement ne s'y seraient pas présentées.

Les divers dispositifs de traitement social ont suivi des évolutions divergentes. L'emploi aidé dans le secteur non marchand s'est notablement replié : 30 000 contrats emploi-solidarité (CES) ont ainsi disparu en 1996. Il faut remonter à 1989 pour trouver un recul équivalent, mais à cette époque la conjoncture du marché du travail était nettement

#### 6. Emploi et chômage en fin d'année

	Niveau fin 1995 milliers	Variation 1996		Variation 1997		Variation 1998		
		%	Milliers	%	Milliers	%	Milliers	
Effectifs	13 335	-0,1	- 15	1,7	220	2,5	345	
Secteurs privés hors agriculture, dont :								
— Industrie	4 150	-1,8	- 75	0,8	30	2,2	90	
— Bâtiment	1 165	-5,0	- 60	- 2,3	- 25	0	0	
— Tertiaire	8 020	1,5	120	2,6	215	3,0	255	
Autres secteurs <sup>1</sup>	8 480	-0,4	- 30	- 0,2	- 20	-0,2	- 20	
Emploi total	21 815	-0,2	- 45	0,9	200	1,5	325	
Population active								
— potentielle	25 235		160		160		160	
— prévue			90 <sup>2</sup>		195		275	
Politique de l'emploi			- 15		- 80		0	
Chômage								
— milliers <sup>3</sup>	3 282,3		Niveau 3 433,6	Variation 150	Niveau 3 510	Variation 75	Niveau 3 460	Variation - 50
— taux de chômage (sens BIT, %)	11,7		12,7	—	12,9	—	12,6	—

1. Hors contrats emploi-solidarité

2. Population active constatée

3. Ancienne définition, c'est-à-dire y compris les chômeurs ayant travaillé plus de 78 heures dans le mois (catégories 1 + 6)

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

meilleure qu'elle ne l'est aujourd'hui, le chômage étant orienté à la baisse. De fait, le recul des nouvelles signatures (- 75 000 entrées sur l'ensemble de l'année par rapport à 1995) a cette fois clairement contribué à la hausse du chômage.

La formule « préretraites contre embauches » (dispositif ARPE), instituée à l'automne 1995, s'est développée comme prévu. Elle concernait 50 000 personnes en décembre 1996. Les effets bénéfiques du dispositif ont toutefois été partiellement contrebalancés par un nouveau recul, en 1996, du nombre des bénéficiaires de préretraites traditionnelles, (- 24 000) et des dispensés de recherche d'emploi (- 6 000). Au total, le retrait d'activité des actifs appartenant aux classes d'âges supérieures a pu légèrement freiner l'évolution spontanée du chômage.

## **La décrue du chômage est possible l'année prochaine**

En 1997, la reprise des effectifs devrait être soutenue. Le rythme sous-jacent des créations dans le tertiaire marchand accélérera grâce au regain d'activité. Les embauches seront à nouveau amplifiées par les créations à temps partiel : respectivement 60 000 et 70 000 emplois viendront s'ajouter, en 1997 et 1998, aux créations préexistantes. Au total, l'emploi tertiaire s'accroîtrait de 2,6 % cette année et de 3 % l'année prochaine.

Le bâtiment quant à lui poursuivrait l'ajustement entrepris. Même si l'activité cesse de se dégrader en 1997, les entreprises continueraient à y supprimer des emplois, selon un rythme encore soutenu (- 2,3 %), mais sensiblement moindre que l'année dernière. Enfin, sous l'hypothèse que l'activité dans le secteur redémarre en 1998, on pourra escompter un arrêt des pertes.

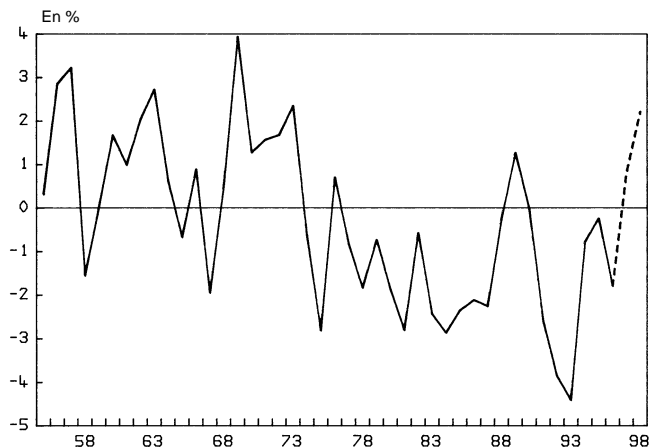
A l'orée de la reprise de l'activité dans l'industrie, la situation de l'emploi semble plus favorable que lors des précédentes reprises. Deux années s'étaient écoulées entre le redressement de la production industrielle au début de 1987 et l'apparition des créations au début de 1989 (graphique 41). Mais l'évolution de l'emploi était encore entamée par la poursuite des restructurations qui ont marqué le milieu des années quatre-vingt. La hausse de l'emploi fut dès lors modeste au cours de cette phase d'expansion. Ultérieurement, le retournement conjoncturel au début des années quatre-vingt-dix n'a pas permis de consolider ces gains.

La situation actuelle diffère aussi de celle qui prévalait à la fin 1993. Comme on l'a rappelé auparavant, le retard de productivité inhérent à toute sortie de récession a déjà été comblé en 1994 <sup>19</sup> et le repli de la

---

19. Rappelons que la productivité s'est élevée de plus de 10 % entre la fin 1993 et la fin 1994, la hausse de la production de 10 % s'étant accompagnée d'un recul des effectifs de 0,8 %.

41. Taux de variation de l'emploi industriel



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

production en 1995 a été trop peu ample pour créer les conditions d'un autre rattrapage. Même si l'emploi réagit avec retard face à l'accélération de l'activité, les embauches apparaîtront plus rapidement que lors des reprises précédentes.

Ainsi l'industrie pourrait-elle recruter dès le premier semestre 1997. Sur l'année, plus de 30 000 emplois, soit une hausse de 0,8 %, verraient le jour. Ces créations, relativement nombreuses en cette phase du cycle, n'obéreront pas les gains de productivité qui, avec 4 %, resteront supérieurs à l'évolution tendancielle (3 % l'an).

En 1998, la conjoncture de l'emploi industriel pourrait être exceptionnellement favorable au regard des évolutions observées depuis le premier choc pétrolier. A la différence de 1990, la consolidation de l'activité industrielle pourra, cette fois, conforter les gains obtenus l'année précédente : un peu plus de 90 000 emplois seraient créés, soit une hausse de 2,2 %, sans que la croissance de la productivité, rejoignant le rythme tendanciel, n'en pâtisse.

En ce qui concerne le chômage, les perspectives devraient s'améliorer à l'horizon de la prévision. En 1997, l'emploi secondaire sera quasiment neutre vis-à-vis de l'évolution du chômage, les créations d'emplois dans l'industrie compensant de peu les pertes dans le bâtiment. Au contraire, les embauches seront nombreuses dans le secteur tertiaire. Mais elles susciteront des arrivées supplémentaires de personnes, incitées à se présenter sur le marché du travail, ce qui amortira l'impact des créations sur le chômage.

En l'état actuel des programmations budgétaires pour 1997, le traitement social ne peut qu'avoir une contribution négative cette année. Les effectifs en CES et en stage devraient donc décliner : 80 000 personnes sortiraient ainsi de ces dispositifs. Ces prévisions, si elles

se réalisent effectivement, viendront majorer une hausse spontanée des demandeurs d'emplois, qui aurait pu être sensiblement plus faible. Mais souvent, en période de montée du chômage, les restrictions annoncées ne sont pas suivies d'effets : des correctifs peuvent être apportés en cours d'année pour au moins maintenir l'effort au niveau atteint. La formule ARPE a été prorogée ; mais l'on ne peut pas escompter plus de 20 000 départs anticipés, ce qui compenserait un recul des préretraites traditionnelles et des dispenses de recherche d'emploi, possible encore en 1997.

Ainsi le chômage s'élèverait encore en 1997, mais, avec une augmentation de 75 000 personnes, son rythme serait inférieur de moitié à celui de 1996. En 1998, le chômage baisserait sous l'hypothèse de neutralité du traitement social. Aux recrutements du secteur tertiaire viendront s'ajouter cette fois ceux du secondaire. Le repli restera toutefois très modéré au regard de l'ampleur des créations d'emplois, à cause d'un gonflement attendu de la population active de plus de 270 000 personnes. La baisse du nombre de demandeurs d'emplois, estimée à 50 000 en 1998, ne devrait donc pas être très différente de celle de 1989.

Cette année-là, les créations avaient été nombreuses, 370 000 emplois supplémentaires dans l'ensemble de l'économie. Mais, en regard, la baisse du chômage avait été modeste pour deux raisons. D'abord, le traitement social avait reculé (- 30 000 personnes). Et surtout, la population active, attirée par l'embellie du marché du travail, avait augmenté de 270 000 personnes, soit un rythme très supérieur à sa tendance.

Enfin, les chiffrages auxquels nous avons procédé restent suspendus à un éventuel effet de découragement à l'inscription provenant de leur transfert de l'Agence aux ASSEDIC<sup>20</sup>. Mais d'ampleur incertaine, il n'a pas été intégré à la prévision.

## **Le champ des possibles**

Ce schéma de prévision repose sur la levée des obstacles monétaires : rééquilibrage des taux de change, baisse des taux d'intérêt, souplesse monétaire. C'est dans ce cadre que peuvent être éliminées, ou relativisées, les incertitudes des entreprises et que le cercle vertueux de la reprise peut s'enclencher, en France comme dans le reste de l'Europe, du moins continentale. Les délais pourraient néanmoins être plus longs, compte tenu de la mémoire du passé. Plus spécifiquement sur la France, et dans ce même cadre monétaire international, deux

---

20. Les demandeurs d'emplois doivent désormais préalablement s'inscrire aux ASSEDIC avant de se présenter à l'ANPE. Les nouvelles dispositions pourraient décourager un certain nombre de sans emploi, en particulier ceux pour lesquels les droits à l'indemnisation ne sont pas ouverts, de faire les démarches nécessaires à une inscription.

incertitudes majeures demeurent : d'abord celle de l'emploi et du nouveau ralentissement anticipé de la productivité ; ensuite celle du comportement d'épargne des ménages.

Dans toute période de retournement, il est normal que les prévisions divergent : entre regarder le futur avec un rétroviseur et raccourcir l'horizon des inflexions de comportement, le champ des possibles est vaste.

*Achévé de rédiger le 28 mars 1997*