



N° 174 — Jeudi 9 avril 1998

BASCULE TRANSATLANTIQUE

Perspectives 1998-1999 de l'économie mondiale^(*)

En 1997, la croissance de l'Union européenne aura été de 2,6 % après 1,7 % en 1996, bénéficiant d'une dépréciation de l'ordre de 20 % du taux de change des monnaies européennes relativement au dollar depuis la mi-1995 et de la détente des taux d'intérêt. Pourtant, dans la perspective de l'examen d'entrée pour l'UEM, les politiques budgétaires ont été fortement restrictives.

Les années 1998 et 1999 seront marquées par la réalisation d'une UEM large (regroupant 11 des 15 pays de l'UE), entraînant, du fait de la convergence des taux courts sur les taux allemands, une nouvelle baisse des taux d'intérêt dans les pays du Sud qui, combinée à des politiques budgétaires plus neutres, ouvre des perspectives de croissance plus soutenue en Europe. Un cercle vertueux pourrait alors jouer reposant sur une hausse de la consommation, elle-même permettant une baisse du chômage : la consolidation du regain de confiance conduirait les entreprises à accepter de s'endetter davantage tandis que la hausse de l'activité permettrait l'assouplissement des politiques budgétaires. Malgré l'absence de tensions inflationnistes, les autorités monétaires européennes, face à la hausse de l'activité, passeraient d'une politique considérée aujourd'hui comme expansionniste à une politique neutre. Trois éléments sont néanmoins susceptibles de contrarier ce scénario : la crise asiatique, le tassement de la demande aux Etats-Unis et la baisse du dollar qui en résulterait. A l'échelle mondiale, le taux de croissance passerait de 3,1 % en 1997 à 2,3 % en 1998 et 1999, ceci par un mouvement de bascule où l'UE verrait sa croissance augmenter de 2,6 à 2,9 % tandis que la croissance des Etats-Unis passerait de 3,9 à 1,3 % et celle de l'Asie de 6 à 3,7 %.

La crise asiatique a essentiellement quatre impacts. La demande de ces pays va fortement diminuer, du fait de la pénurie de crédits qui les frappe et d'une chute sans précédent de l'activité interne. La forte dépréciation des monnaies asiatiques fournit aux pays atteints un certain potentiel de gains de compétitivité. Cependant, la possibilité pour les pays d'Asie d'en tirer effectivement parti sera atténuée à court terme par les comportements de marge des exportateurs et par les problèmes d'offre. De plus, en supposant que les cours se stabilisent à leur niveau actuel, les pays ne pourraient empêcher une réappréciation de leur taux de change réel (du fait de la résurgence de l'inflation) qui couvrirait presque aux

deux tiers les dévaluations nominales. La baisse de la demande en provenance d'Asie et l'impact négatif qu'elle a eu sur les anticipations de croissance de la demande mondiale a contribué à la baisse du prix du pétrole (30 % en tout entre novembre 1997 et mars 1998) et des matières premières depuis plusieurs mois. Mais elle n'a fait qu'accentuer l'impact du changement profond des déterminants du marché sur une offre en surproduction⁽¹⁾. Les marchés financiers réévaluent à la hausse le risque des pays affectés par la crise. L'apparition d'effets de richesse négatifs dans les pays occidentaux détenteurs d'actifs de cette zone du fait de la chute des Bourses asiatiques est néanmoins compensée par la dégrèvement des taux d'intérêt longs induite par le reflux des capitaux vers les marchés occidentaux et la non-augmentation des taux courts causée par l'incertitude et la désinflation due à la crise.

Une simulation effectuée à l'aide du modèle multinational MIMOSA dégage deux résultats principaux. Dans les pays asiatiques, l'effet favorable de la dépréciation sur le commerce extérieur ne compense que partiellement la chute de la demande interne, alors que cette dernière permet une restauration significative des balances courantes. En écart à sa tendance d'avant la crise, la production des Dragons se trouve amputée de 5,5 % en 1998 et de 5,7 % en 1999 alors que celle des autres pays de l'Asie subit une baisse de 5,4 % en 1998 et 7,7 % en 1999. L'impact sur le PIB des pays de l'OCDE diffère selon le degré d'exposition à la crise et les réactions à la réduction des taux d'intérêt. La baisse atteint en 1998 1,8 % au Japon et 0,7 % dans l'Union Européenne et aux Etats-Unis, et en 1999 respectivement 2,6 et 1 %.

Si 1997 a été une très bonne année pour le **commerce international**, principalement grâce aux importations américaines, symétriquement l'infléchissement en 1998 s'explique pour plus de la moitié par leur ralentissement conjugué à celui des importations japonaises, sachant que les importations de l'UE croissent au même rythme sur ces différentes années. La chute des importations de la zone Asie joue également un rôle important. 1999 est marqué par un nouvel infléchissement des importations de l'OCDE, partiellement compensé par l'accélération nette du rythme de croissance des importations des pays en voie de développement. Dans ce contexte, l'absence de dégradation massive du déficit courant américain sur l'ensemble des deux

(*) Ce texte résume les perspectives 1998-1999 de l'économie mondiale à paraître dans la *Revue de l'OFCE*, n° 65, avril 1998.

(1) Relèvement de 10 % des quotas de l'OPEP décidé le 1^{er} décembre 1997, nouvel accord « pétrole contre nourriture » signé par l'Irak avec l'ONU, hausse attendue de la production des pays hors OPEP.

1. Principales hypothèses d'environnement international et résumé des prévisions

	Trimestres ou semestres												Années		
	1997				1998				1999				1997	1998	1999
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole en \$ ^(a)	21,2	18,2	18,5	18,8	14,0	15,0	15,5	15,7	16,0	16,5	16,5	17,5	19,2	15,0	16,7
Matières premières industrielles en \$ ^(c)	1,2	-0,4	0,1	-5,3	-2,0	-1,0	2,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,0	-3,8	2,7
Taux de change ^(a)															
1 \$ = ...DM*	1,66	1,71	1,81	1,76	1,82	1,84	1,77	1,75	1,70	1,65	1,63	1,60	1,74	1,79	1,65
1 \$ = ...Yen	121	120	118	125	128	130	137	133	130	130	130	130	121	132	130
1 £ = ...DM	2,70	2,80	2,93	2,92	2,99	3,0	2,85	2,77	2,75	2,70	2,67	2,63	2,84	2,90	2,70
1 DM = ...franc	3,37	3,37	3,37	3,35	3,35	création de l'euro						3,37			
Taux d'intérêt courts ^(a)															
Etats-Unis	5,5	5,7	5,6	5,6	5,5	5,7	5,8	5,8	5,8	5,6	5,4	5,3	5,6	5,7	5,5
Japon	0,5	0,6	0,6	0,7	0,9	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7
Allemagne*	3,2	3,2	3,2	3,7	3,6	3,7	3,7	3,7	4,2	4,5	4,7	4,7	5,3	3,7	4,5
Taux d'intérêt longs ^(a)															
Etats-Unis	6,6	6,7	6,2	5,9	5,6	5,9	6,0	6,2	6,1	6,0	6,0	6,0	6,3	5,9	6,0
Japon	2,4	2,4	2,2	1,7	1,7	2,0	2,0	2,0	2,3	2,4	2,5	2,5	2,3	1,9	2,4
Allemagne*	5,7	5,8	5,6	5,5	5,0	5,4	5,6	5,8	6,0	6,0	6,0	5,7	5,7	5,5	5,9
Prix consommation ^(b)															
Etats-Unis	2,5	1,5	1,6	2,0	1,2	2,8	3,2	3,2	2,8	2,4	2,4	1,6	2,5	2,1	2,8
Japon	0,9	6,1	1,1	0,8	0,4	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	0,7
Allemagne	2,1	1,3	2,9	1,2	-0,8	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,8	0,9	1,2
Importations manuf. Volume, cvs ^(c)															
OCDE	5,3		5,9		3,4		2,3		3,2		2,7		10,5	7,5	5,8
PVD	4,4		2,8		0,7		1,2		3,4		3,8		8,2	2,7	6,0
Europe de l'Est	0,0		0,4		1,8		2,0		3,3		3,5		0,1	3,0	6,1
Total monde	5,0		5,1		2,8		2,1		3,2		2,9		9,5	6,2	5,9
Balances courantes en milliards de \$, cvs															
Etats-Unis	-74		-85		-91		-83		-87		-91		-159	-174	-178
Japon	42		54		48		46		50		51		96	94	101
Allemagne	-6		3,6		3,8		5,7		8,9		14,2		-2,4	9,5	23,1
PIB en volume, cvs ^(c)															
Etats-Unis	2,0		1,6		1,6		0,5		0,5		1,1		3,8	2,8	1,3
Japon	1,1		-0,7		0,3		0,8		0,8		0,7		0,9	0,4	1,5
Allemagne	1,0		1,3		1,4		1,4		1,4		1,4		2,3	2,8	2,8

(a) Moyenne sur la période.

(b) Période / période précédente, cvs, rythme annuel, en %.

(c) Période / période précédente, en %.

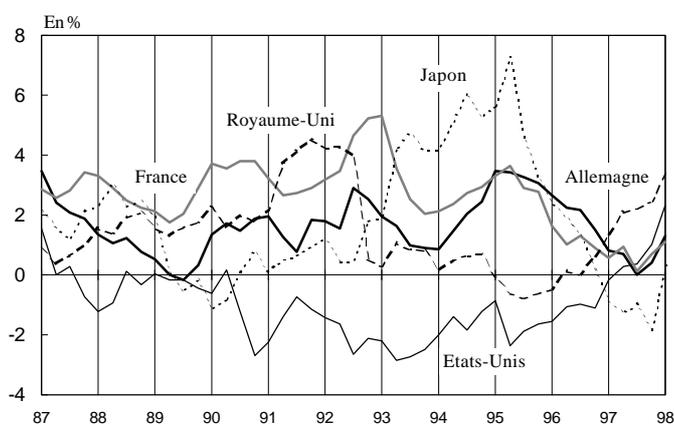
* A partir de mai 1998, les variations du deutchmark et des taux d'intérêt allemands sont représentatifs de la situation des monnaies composant l'euro.

Sources : Pétrole et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois (papier commercial aux Etats-Unis, certificats de dépôts au Japon, FIBOR en Allemagne). Taux longs : T-Bond à 10 ans aux Etats-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, Bund à 10 ans en Allemagne. Matières premières : indice de Hambourg. Prévisions : OFCE.

années résulte de deux effets contraires : le ralentissement de la croissance américaine et la chute de la demande asiatique.

Jusqu'à maintenant, le **dollar** a plutôt été soutenu par la crise asiatique, qui a incité les investisseurs à se porter sur les titres sans risques de change et de défaut. L'inversion des conjonctures entre les Etats-Unis et l'Europe, la persistance du déficit courant aux Etats-Unis et des excédents en Europe, la réalisation de l'euro et la révision des risques sur les actifs américains⁽²⁾ devraient jouer contre le dollar. Il devrait néanmoins se maintenir au-dessus de son niveau moyen de la première moitié des années quatre-vingt-dix du fait de la rareté relative des titres obligataires américains (liée à l'amélioration du solde public structurel) et du besoin de reconstitution de leurs réserves par les pays asiatiques. Il atteint ainsi dans notre prévision un maximum proche de 1,85 DM au deuxième trimestre 1998 pour redescendre progressivement à 1,60 DM fin 1999. Combinée à une appréciation de la livre de 13 % et du dollar de 5 %, la dépréciation de l'ordre de 3 à 5 % du taux de change effectif réel de la plupart des monnaies européennes entre la fin de 1996 et le troisième trimestre de 1997 a permis à l'Europe de continuer à corriger l'écart défavorable de prix de production qui exacerbait la contrainte concurrentielle sur ses entreprises. La convergence des taux d'inflation et la quasi disparition des écarts de taux longs ont contribué à homogénéiser les conditions monétaires parmi les pays d'Europe continentale, permettant une normalisation par rapport aux Etats-Unis (graphique).

Conditions monétaires*



* Indicateur = [moyenne(taux court, taux long) - glissement annuel des prix à la consommation - croissance lissée du PIB] + 0,2* [taux de change effectif réel en écart à sa moyenne sur 15 ans]. Voir Mathieu, Passet (1997) : « Disparités de croissance et de politiques économiques en Europe », *Revue de l'OFCE*, n° 64.

Sources : OCDE, calculs OFCE.

En même temps l'Europe est sortie d'une période de forte dispersion des conjonctures nationales et de performances moyennes médiocres. **La reprise de la croissance européenne est générale.** La concordance de cette dynamique avec des conditions monétaires particulièrement favorables, des politiques budgétaires devenant moins restrictives et des enquêtes européennes en permanente amélioration depuis la mi-1996 conforte *a priori* un scénario confiant sur la solidité de la reprise actuelle. Cet optimisme doit cependant être pondéré par plusieurs éléments. Les composants qui fondent

la reprise sont encore fragiles : seuls huit pays connaissent une forte croissance de leur demande intérieure. Cinq des six pays à faible croissance de la demande intérieure (Allemagne, Belgique, France, Suède, Autriche) connaissent une nette contribution positive de l'extérieur bénéficiant à la fois de la hausse du dollar et de l'écart de leur conjoncture avec celle de la moyenne de l'Europe. Seule l'Italie conjugue une faible croissance de sa demande intérieure et une contribution nulle de l'extérieur, souffrant à la fois de l'appréciation de sa parité et d'une politique budgétaire particulièrement restrictive. Une reprise modérée de la consommation est décelable dans la plupart des pays européens, mais le relais de l'investissement ne se dessine pas encore clairement en particulier au quatrième trimestre. C'est pour l'Allemagne et l'Italie que les ratés de la reprise sont les plus préoccupants puisque par leur poids — le tiers du PIB européen — ces deux économies sont en mesure de gripper la dynamique européenne, à l'instar du couple franco-allemand à la fin de 1994.

Dans certaines économies, dynamiques depuis 1993, le mouvement de ralentissement était prévisible et attendu. C'est le cas en particulier du Royaume-Uni et du Danemark. Les autres économies européennes confirment la vigueur de leurs performances passées (au Nord en particulier) ou le mouvement de reprise engagé en début d'année. En définitive, le degré de forte synchronisation constaté en milieu d'année ne devrait pas être profondément remis en cause, même s'il exacerbera les risques de surchauffe dans certaines régions d'Europe. Après le léger tassement de croissance en 1997, les pays de l'Est devraient retrouver le chemin d'une croissance plus soutenue en 1998 et 1999, tirée principalement par les exportations et les perspectives d'adhésion à l'UE. Quant aux pays de la CEI, ils ont connu en 1997 leur première année de croissance positive depuis la chute de l'URSS (1,5 % en moyenne). Le rythme de croissance, s'appuyant sur l'amélioration progressive des capacités de production de matières premières industrielles, agricoles ou d'énergie primaire soutenant le développement d'une base d'exportation, s'accéléra peu à peu à partir de 1998.

Dans le contexte de la crise asiatique, la « nippo-sclérose » du **Japon** apparaît d'autant plus préoccupante. La croissance de 0,9 % du PIB en 1997, exclusivement soutenue par les exportations nettes, marque la fin des illusions sur le redressement de la demande intérieure japonaise. Son dynamisme retrouvé en 1996 a donc tourné court, soulignant la vulnérabilité actuelle de la sphère privée aux choix restrictifs de politique budgétaire inaugurés en 1997. La consommation a également pâti de l'infléchissement des revenus (aussi bien la composante régulière, qui porte la marque du tassement des gains de productivité et de la dégradation tendancielle des taux de marge des entreprises depuis 1992, que la composante irrégulière pénalisée par le recul des heures supplémentaires et des bonus de fin d'année) et des anticipations des agents privés depuis le milieu de l'an dernier. Cette dynamique récessive est par ailleurs aggravée par une intensification de la sélectivité du crédit à l'encontre, en particulier, des petites et moyennes entreprises. Mais ni une inflexion de la politique budgétaire, ni une légère baisse de fiscalité (0,4 % du revenu des ménages) pour l'heure insuffisante pour compenser le ralentissement des salaires, ni une dépréciation accentuée du yen au second semestre de 1998 (qui baisserait jusqu'à 137 yens pour un dollar) ne sont néanmoins en mesure d'éclaircir véritablement les perspectives de croissance de l'année prochaine (+ 0,4 %) et de 1999 (+ 1,5 %).

(2) Qui interviendra une fois que le retournement de l'activité aura modifié la perception des profits futurs et que l'inflation perdra la marque de la baisse actuelle des prix des produits importés.

En 1997, **l'économie américaine** a réussi une performance exceptionnelle au regard de celles de ses partenaires et des principaux objectifs de politique économique. Le taux de chômage s'est installé un point en dessous des estimations du NAIRU sans entraîner de reprise de l'inflation. La progression des revenus et la baisse continue du taux d'épargne des ménages (soutenue par des effets de richesse importants) ont permis une croissance vigoureuse de la consommation, renforcée par la dynamique de l'investissement productif et la poursuite du mouvement de stockage. Tout cela dans le contexte d'un dollar s'appréciant aussi bien en termes nominaux (de l'ordre de 20 % en deux ans) que réels. C'est à l'horizon du second semestre 1998 que le ralentissement deviendrait apparent. Une demande des pays asiatiques plus faible et la dégradation de la compétitivité-prix des exportations américaines entraîneraient une stabilité des exportations en volume au cours de ce semestre. La progression des coûts salariaux unitaires finira par mordre sur les profits des entreprises, les amenant à stabiliser leur taux d'investissement. Bien qu'attentive aux effets de la crise asiatique sur l'économie américaine, la Réserve fédérale pourrait remonter de façon préventive son taux directeur de 0,25 point au deuxième trimestre compte tenu de la vigueur de la demande intérieure, provoquant une certaine tension sur les taux (courts et longs). La correction à la baisse des cours boursiers survenant alors réduirait les plus-values des ménages et entraînerait une remontée du taux d'épargne. La croissance, pratiquement nulle au second semestre, avoisinerait 2,8 % en moyenne annuelle en 1998, puis 1,3 % en 1999.

La consolidation de la reprise allemande en 1997 a révélé de fortes tensions sur les capacités de production manufacturières à l'Ouest consécutives à la faiblesse de l'accumulation du secteur manufacturier au cours des dernières années. La croissance modérée de la consommation (pénalisée par l'accélération du recul de l'emploi et la faiblesse des hausses salariales conventionnelles) et de l'investissement total (tiré vers le bas par le bâtiment), a fait reposer l'essentiel de la croissance sur les exportations et la formation des stocks (phénomène habituel lors des phases de reprise en Allemagne). L'évolution des prochains mois dépend pour beaucoup du relais que pourront prendre les autres composantes de la demande intérieure. Dans la mesure où l'essentiel des gains de compétitivité et de parts de marché a été acquis en 1997, les effets de la crise asiatique, qui commencent à se faire sentir sur les commandes étrangères adressées au secteur manufacturier, devraient se répercuter sur le rythme de croissance des exportations vers le milieu de l'année 1998. En revanche, l'amélioration des intentions d'investissement, le redressement du taux de marge des entreprises manufacturières engagé en 1997, le recul des taux d'intérêt longs et le regain attendu de la consommation créent des conditions favorables à une reprise franche des dépenses d'investissement. De plus, l'Allemagne devrait tirer parti de la reprise du cycle d'investissement en Europe. Les perspectives d'évolution de la consommation sont nettement plus favorables en 1998 qu'en 1997. L'emploi devrait cesser de reculer en 1998 ; la croissance de la productivité du travail devrait retrouver un rythme normal dans l'industrie ; les négociations salariales se sont soldées par des augmentations des salaires conventionnels de 2,5 % en glissement ; l'impact de la crise asiatique sur les prix à l'importation se soldera par des gains de pouvoir d'achat supplémentaires pour les ménages. La reprise de la demande intérieure devrait finalement permettre à l'Allemagne de connaître un taux de

croissance de 2,8 % en 1998 et en 1999. Malgré le relèvement attendu des prix du pétrole, l'inflation devrait rester très modérée en 1998 (0,9 % en moyenne annuelle).

Pour l'Italie, 1997 restera une année d'efforts et de succès. Les deux principales satisfactions sont la réintégration de la lire dans le SME et la réalisation des objectifs budgétaires du gouvernement, qui ouvrent la porte de l'UEM. La reprise modérée de la demande intérieure dans le courant de l'année 1997, soutenue par une forte baisse des taux d'intérêt, s'est soldée par une performance moyenne de 1,5 %. La croissance italienne a été nettement moins impulsée que celle de ses partenaires par la demande extérieure du fait de la forte appréciation de la lire en 1995 et 1996 puis de sa stabilisation à un niveau proche de son cours pivot (IDM = 990 liras). Si en 1998 la stabilité du taux de change n'apportera pas de gains considérables en provenance de l'extérieur, la progression des salaires, la plus grande confiance des entreprises, la détente de la politique budgétaire et la baisse des taux d'intérêt, permettront de consolider le mouvement de reprise de la demande intérieure et au PIB d'afficher une croissance de 2,7 % en 1998 puis de 3,1 % en 1999.

Le **décalage conjoncturel du Royaume-Uni** par rapport au reste de l'Europe persiste, avec une croissance en 1997 de l'ordre de 3,5 %. Le ralentissement qui se dessine, avec le recul au cours des derniers mois de l'investissement et de la production industrielle, est modéré par la hausse des crédits à la consommation et la vigueur des ventes au détail, révélateurs d'une consommation toujours dynamique. Les dépenses des ménages sont de plus soutenues par des salaires en accélération. La politique monétaire a été affectée par deux grandes décisions : l'indépendance opérationnelle de la Banque d'Angleterre et la non-participation du Royaume-Uni au SME-bis (avec néanmoins la perspective d'entrer dans l'UEM à l'horizon 2002). Face à la vigueur de la croissance et à une évolution des prix légèrement supérieure à l'objectif, le nouveau Comité de Politique Monétaire (MPC) mène depuis le printemps 1997 une politique restrictive dans une logique de conquête de crédibilité. Les taux d'intérêt sont aujourd'hui supérieurs de 4 points aux taux allemands, ce qui est difficilement conciliable avec une participation à l'UEM qui exige la convergence des taux d'intérêt. A l'horizon de la fin de l'année, un retournement de l'orientation de la politique monétaire est probable, à la suite du ralentissement de l'activité, et la baisse des taux d'intérêt pourrait se poursuivre en 1999. L'horizon de la politique budgétaire est, lui, dégagé : après un premier budget légèrement restrictif présenté par le gouvernement Labour à son arrivée en juin 1997, le budget présenté le 17 mars 1998 ne devrait pas avoir d'impact macroéconomique notable. A l'horizon des prochains trimestres, la consommation de ménages devrait être le seul moteur de la croissance, la plupart des autres forces à l'œuvre tendant à favoriser un retournement, la principale étant le commerce extérieur. Comme ses partenaires, le Royaume-Uni devrait subir la baisse de demande adressée liée à la crise asiatique, mais il pâtirait plus que l'Europe du ralentissement américain. De surcroît, en raison de la forte hausse de la livre depuis la mi-1996, et accessoirement du bas niveau de l'inflation en France et en Allemagne, le Royaume-Uni connaît une compétitivité très dégradée. La croissance de l'économie britannique serait alors de 2,4 % en 1998, puis de 1,9 % en 1999.

REPRISE EN FRANCE

Perspectives 1998-1999 de l'économie française^(*)

En France, conformément à ce que nous avons prévu en octobre 1997, la conjoncture s'est améliorée au cours du dernier trimestre et la demande intérieure s'est nettement redressée pour constituer le moteur des évolutions prévisibles en 1998. Malgré la crise asiatique et les incertitudes qu'elle a pu faire naître, la croissance devrait se poursuivre, sans à-coup important, au cours des deux ans à venir.

Depuis la récession de 1993, la France a connu une seule année de reprise. Elle a été brutalement stoppée en 1995 par des perturbations monétaires et des mesures, communes à l'Europe continentale, visant à réduire rapidement les déficits publics afin d'assurer la crédibilité de l'adoption de l'euro en 1998. Cette phase d'ajustement dépressive s'est terminée en 1997, alors que la croissance dans les autres régions du monde et la hausse du dollar, permettaient déjà un début de reprise en Europe.

Ainsi, l'année 1997 a été caractérisée par une croissance très lente de la demande intérieure (1 %), si bien que le commerce extérieur était le seul moteur de l'économie. Le revenu des ménages et donc leur consommation étaient bridés par les hausses passées des prélèvements, la faible croissance de l'emploi et les efforts de maîtrise de la consommation collective (santé). Les investissements des entreprises stagnaient à bas niveau du fait de l'absence de perspectives de croissance des débouchés et de l'incertitude sur la rentabilité future, menacée par la concurrence sur les prix, malgré une situation financière fortement améliorée par la baisse des taux d'intérêt. Il fallait attendre la fin des efforts d'ajustement budgétaire pour que la demande intérieure sorte de l'atonie. L'objectif de déficit ayant finalement été atteint, la demande intérieure prendrait le relais de la stimulation extérieure en 1998. D'une part, la politique budgétaire s'approcherait de la neutralité. D'autre part, les fortes créations d'emplois de la fin de 1997 et les gains de pouvoir d'achat obtenus par le ralentissement non anticipé de l'inflation au cours de 1997 devraient soutenir la consommation puis la reprise des dépenses d'investissement dans le logement. Par la suite, la baisse du prix du pétrole, massive au cours du premier trimestre de 1998, contribuerait à la poursuite de la désinflation et renforcerait la reprise de la demande des ménages.

Tous les ingrédients nécessaires à l'enclenchement d'une spirale de croissance vertueuse paraissent réunis. Avec un taux d'inflation très faible, un excédent extérieur important et des entreprises dont les ressources financières continuent à excéder leurs besoins de financement, la France est dans une situation idéale pour s'engager dans la voie d'une croissance rapide. La reprise des investissements, maintenant inscrite dans les prévisions des entreprises, devrait rapidement confirmer cette évolution. Toutes les composantes de la demande intérieure devraient donc aller dans le sens de la croissance au cours du premier semestre de 1998. L'ampleur de la reprise devrait être telle que la réduction de la demande extérieure serait largement compensée par le dynamisme de la demande interne, la croissance du PIB ne ralentissant que très légèrement au cours de 1998. Réalisées avec le modèle MOSAÏQUE, sur la base des perspectives de demande mondiale données par le modèle MIMOSA, nos prévisions conduisent à une croissance de 3 % en 1998 et de 2,7 en 1999.

Les fluctuations d'un trimestre à l'autre devraient être de faible amplitude, la modulation venant surtout de l'évolution heurtée des cours du pétrole. Après la très forte baisse du premier trimestre de 1998, celui-ci devrait en effet se redresser, sans retrouver toutefois son niveau antérieur. La transmission des baisses de prix passées devrait s'achever d'ici l'été, ce qui accélérerait transitoirement la croissance du revenu réel des ménages. A l'opposé, la seconde moitié de 1998 et le début de 1999 supporteraient les effets du rebond des cours, relevant ponctuellement l'inflation et freinant la croissance des revenus réels. Ces fluctuations des prix se réaliseraient toutefois à l'intérieur d'une bande étroite, le taux de croissance des prix en moyenne annuelle, s'établissant à 0,8 % en 1998 et 1,1 en 1999.

1. Contributions à la croissance du PIB

Moyennes	1996	1997	1998	1999
Consommation des ménages	1,4	0,6	1,9	1,6
Investissement des ménages	0,0	0,0	0,2	0,1
Investissement des entreprises	-0,1	0,1	0,7	0,9
Dépenses des administrations	0,0	0,2	0,1	0,1
Variations de stocks	-0,6	0,2	0,6	0,1
Total de la demande interne	0,7	1,0	3,5	2,9
Solde extérieur	0,7	1,5	-0,5	-0,3
PIB marchand	1,4	2,6	3,1	2,7

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE.

Cette prévision comporte peu d'incertitudes du côté de la politique économique en Europe. Un comportement accommodant des autorités monétaires et budgétaires est en effet aujourd'hui plus facile à anticiper que par le passé. Depuis de nombreuses années, celles-ci étaient en effet confrontées à une situation difficile. D'une part, les autorités monétaires devaient crédibiliser le passage à l'euro et pour cela maintenir strictement les parités des monnaies du noyau dur. Ceci faisait peser en permanence, sur la France en particulier, la menace, plusieurs fois vérifiée dans les faits, d'une hausse intempestive des taux d'intérêt. D'autre part, les autorités budgétaires étaient ligotées par la nécessité de réduire à 3 points de PIB le déficit public avant la fin de 1997. A partir de 1998, on a considéré que les autorités monétaires attacheraient plus d'importance aux contraintes de la conjoncture pour conduire la politique des taux d'intérêt. Si, comme nous le pensons, la croissance ne s'accompagne d'aucune tension inflationniste, les taux d'intérêt devraient être stabilisés après l'ajustement lié à l'unification des monnaies européennes. Les autorités budgétaires devront, de leur côté, mener des politiques rigoureuses pour se conformer aux termes du Pacte de stabilité, mais elles seront plus vigilantes que restrictives, puisque la croissance contribuera à la réduction des déficits. Ainsi, jusqu'à ce qu'un ralentissement significatif intervienne, ce qui ne devrait pas se produire au cours des deux ans à venir, les politiques tant monétaires que budgétaires ne devraient pas contrarier l'évolution spontanée de l'économie. Ce n'est qu'à plus long terme, lorsqu'il s'agira d'arbitrer entre le maintien du déficit dans les limites édictées et le soutien de la croissance, que l'on pourra être amené à s'inquiéter de la conduite de la politique économique européenne.

Cette prévision a été réalisée sans tenir compte des effets de l'adoption de la loi sur les 35 heures. En effet, s'il est

(*) Ce texte résume les perspectives 1998-1999 de l'économie française à paraître dans la *Revue de l'OFCE*, n° 65, avril 1998.

possible d'évaluer les conséquences vraisemblables de la réduction de la durée légale du travail, en fonction d'hypothèses sur les paramètres critiques au plan macro-économique, il ne l'est pas de transformer ces évaluations en prévision. L'analyse de la loi sur les 35 heures que nous avons réalisée récemment⁽¹⁾ montre que le résultat final varie beaucoup en fonction du jeu de paramètres retenu, sans qu'il soit possible d'en privilégier un autrement qu'en les classant en terme de plus ou moins souhaitable.

En 1997, le **solde extérieur** a constitué l'élément le plus dynamique de la croissance du PIB, en expliquant 1,5 point des 2,4 % de croissance. Pour les prochaines années, sa contribution devrait être légèrement négative (respectivement - 0,5 et - 0,3 point en 1998 et 1999), mettant fin à une suite de

(1) Jean-Paul Fitoussi, « Utopie pour l'emploi (suite) » ; Gérard Cornilleau, Eric Heyer et Xavier Timbeau, « Les 35 heures en douceur ? », *Lettre de l'OFCE*, n°171, mercredi 21 janvier 1998.

records de la balance commerciale. Cette dernière subirait le ralentissement des exportations tandis que les importations progresseraient.

En effet, la demande mondiale adressée à la France serait moins dynamique qu'en 1997 à l'horizon de la prévision : elle progresserait à un rythme annuel d'environ 5,3 % en 1998 et 1999 contre 7,2 % en 1997. De plus, la dévaluation des pays asiatiques améliorera fortement leur compétitivité-prix sur les marchés tiers. Cependant, la France gagnerait des parts de marché, notamment face à ses concurrents européens. Les exportations des produits manufacturés, qui ont progressé de 12,2 % en volume en 1997, continueraient de croître à un rythme plus faible, proche de 6,3 % en 1998. Quant aux importations, elles devraient s'accélérer (+ 8,4 % du volume en 1997 et + 9,1 % en 1998) à mesure que la demande interne poursuit son redressement (+ 5,6 % en 1998 contre + 3,1 % l'an passé).

2. Equilibres ressources-emplois en biens et services (aux prix de 1980)

	Taux de croissance trimestriels (en %)								Taux de croissance annuels (en %)			
	1997.1	1997.2	1997.3	1997.4	1998.1	1998.2	1998.3	1998.4	1996	1997	1998	1999
Produit intérieur brut marchand	0,3	1,2	1,0	0,8	0,7	0,6	0,7	0,9	1,4	2,6	3,1	2,7
Importations	- 0,1	3,4	3,9	0,3	1,9	1,6	1,7	1,8	2,8	6,6	7,6	5,9
Consommation des ménages	0,2	0,1	1,1	0,9	0,8	0,4	0,5	0,7	2,1	0,9	2,8	2,3
Consommation nette marchande des administrations	0,2	0,1	0,1	- 0,3	0,6	0,6	- 0,1	- 0,1	1,8	0,9	0,9	0,6
FBCF totale, dont :	- 1,5	0,4	1,9	- 0,3	1,3	1,1	1,4	2,2	- 0,5	0,5	4,3	5,1
entreprises	- 1,9	0,4	2,1	- 0,4	1,7	1,2	2,2	3,7	- 0,8	0,5	5,6	7,4
ménages	- 2,5	- 0,2	2,8	- 0,5	1,1	1,0	0,5	0,2	- 0,2	- 0,3	3,2	2,5
autres	0,9	1,0	0,4	0,2	0,7	0,6	0,5	0,5	- 0,3	1,6	2,1	1,8
Exportations	2,3	5,3	2,5	1,1	0,4	1,3	1,3	1,5	4,8	10,9	5,9	5,0
Variations de stocks (Mds FF 1980)	- 2,5	0,0	1,5	1,1	3,6	4,8	5,9	5,7	- 5,4	0,1	20,0	24,4
<i>Produits manufacturés</i>												
Production	0,5	3,1	1,2	1,8	0,8	0,7	1,0	1,2	0,7	4,4	4,9	3,4
Importations	0,1	4,8	4,7	0,1	1,9	2,3	2,1	2,1	2,3	8,4	9,1	7,0
Exportations	2,3	5,8	3,5	1,6	- 0,2	1,1	1,5	1,9	5,8	12,2	6,3	5,4
Variations de stocks (Mds FF 1980)	- 6,6	- 2,3	- 1,7	- 1,8	- 0,1	2,1	3,4	3,0	- 24,3	- 12,4	8,4	16,3

Quelques résultats significatifs

	Evolutions trimestrielles								Annuelles			
	1997.1	1997.2	1997.3	1997.4	1998.1	1998.2	1998.3	1998.4	1996	1997	1998	1999
<i>Marché du travail</i> ¹												
Emploi total	10	12	16	67	117	71	99	79	1	22	300	267
dont industrie	- 13	- 11	- 11	12	16	16	12	9	- 48	- 51	36	29
Demandes d'emplois	2	55	42	- 11	- 42	- 7	- 25	- 16	127	131	- 37	- 39
Taux de chômage	12,4	12,5	12,5	12,3	12,2	12,1	12,0	11,9	12,3	12,4	12,0	11,8
<i>Prix et salaires</i> ²												
Prix à la consommation	0,4	0,1	0,1	0,4	- 0,2	0,4	0,6	0,3	1,8	1,1	0,8	1,1
Taux de salaire horaire	0,6	0,8	0,7	0,7	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	2,7	2,4	2,4
<i>Ménages</i>												
Pouvoir d'achat du revenu disponible ²	0,4	0,8	1,8	0,6	0,4	0,1	0,3	0,7	0,1	2,3	2,3	1,9
Taux d'épargne	13,2	13,8	14,4	14,1	13,8	13,5	13,3	13,3	12,7	13,9	13,5	13,1
Taux d'épargne financière	6,5	7,0	7,3	7,1	6,7	6,4	6,1	6,1	6,0	7,0	6,3	5,8
<i>Entreprises</i>												
EBE/Valeur ajoutée	40,1	40,4	40,3	40,6	40,5	40,6	40,6	40,6	40,5	40,3	40,6	40,6
Taux d'autofinancement	118,1	117,9	112,6	104,9	116,4	115,0	112,7	111,1	117,9	113,4	113,8	108,1
<i>Administrations</i>												
Déficit public en points de PIB	- 4,7	- 3,1	- 3,7	- 1,7	- 3,2	- 3,0	- 2,8	- 2,6	- 4,4	- 3,3	- 2,9	- 2,5
Taux de prélèvement obligatoire	45,5	46,2	45,7	46,9	45,9	46,1	46,2	46,1	45,7	46,1	46,1	46,3
<i>Extérieur</i>												
Taux de change \$/FF	5,6	5,8	5,9	6,0	6,1	6,0	6,0	5,9	5,1	5,8	6,0	5,5
Demande adressée à la France (produits manufacturés)	2,3	1,7	1,6	1,5	1,2	1,3	1,3	1,3	4,7	7,2	5,6	5,3
Solde des biens et services ³	67	82	78	81	83	84	84	85	203	308	336	339
Solde des marchandises FAB-FAB ³	41	53	49	54	54	52	52	53	114	196	211	208
<i>Taux d'intérêt</i>												
Taux court (jour-le-jour)	3,2	3,2	3,2	3,4	3,5	3,7	3,7	3,7	3,7	3,2	3,7	4,5
Taux long (secteur privé, première signature)	5,6	5,7	5,5	5,5	5,5	5,6	5,6	5,6	6,3	5,6	5,6	5,9

(1) Variation en milliers ; (2) Taux de croissance en % ; (3) Milliards de FF, hors DOM-TOM.

Après une année de stagnation en 1996⁽²⁾, le pouvoir d'achat du **revenu des ménages** a progressé de 2,3 % en 1997 grâce au desserrement de la politique économique pour les ménages et à l'accélération du pouvoir d'achat des salaires. La progression du revenu réel se stabiliserait en 1998 (+ 2,4 %) puis ralentirait en 1999 (+ 1,9 %). Les différences d'évolution entre ces deux années viendraient essentiellement du profil des prix : leur ralentissement permettrait des gains de pouvoir d'achat en 1998, qui seraient effacés en partie en 1999 : le pouvoir d'achat du salaire horaire moyen croîtrait de 1,6 % en 1998 puis à 1,2 % en 1999. Cependant, en 1998 comme en 1999, l'élément dynamique serait la masse salariale, essentiellement du fait des effectifs salariés, tandis que le poids des prélèvements obligatoires se stabiliserait pour les ménages.

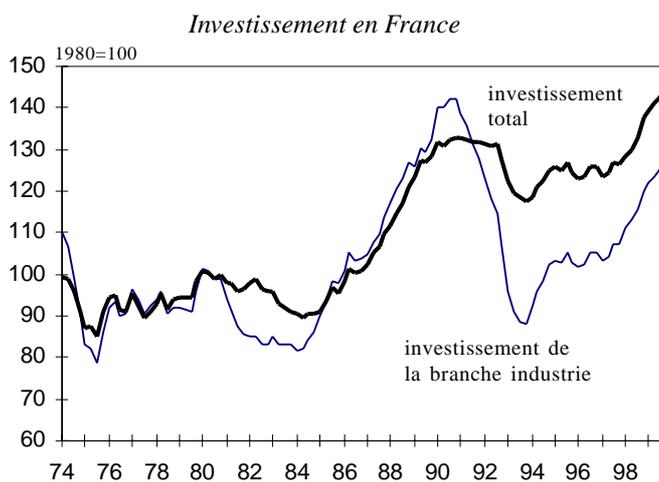
L'évolution favorable du pouvoir d'achat depuis la mi-97 a bien été perçue par les ménages, comme le montrent les résultats de l'enquête mensuelle. Par ailleurs, leur opinion sur l'évolution du chômage s'est fortement améliorée depuis mai 1997. Le regain de confiance les a conduits à davantage consommer au troisième trimestre 1997 puis à baisser leur taux d'épargne financière au quatrième trimestre. De même, les ménages dépenseraient davantage pour leur logement. L'année 1997 a été marquée, selon les enquêtes dans le bâtiment et auprès des promoteurs, et de l'avis même des syndicats de la profession, par le développement de la construction individuelle et une reprise des travaux dans les logements, qui n'apparaissent pas encore dans les comptes nationaux provisoires. Ce mouvement est amené à se poursuivre : la stabilisation à bas niveau des taux des prêts à l'habitat des particuliers et l'arrêt de la baisse des prix dans l'immobilier inciterait à l'investissement dans le logement (achat de neuf ou travaux).

Ainsi, la baisse du **taux d'épargne** financière devrait se poursuivre en 1998 et en 1999. Elle serait confortée par différents éléments. Tout d'abord, le revenu progressera essentiellement du fait des salaires, et non plus grâce à un allègement de l'impôt sur le revenu ou une progression des revenus de la propriété, qui favoriseraient tous deux les ménages à pouvoir d'achat plutôt élevé. Ceci milite en faveur d'une baisse du taux d'épargne. Ensuite, en 1998, le ralentissement des prix à la consommation et la progression de la valeur des placements (actions, obligations) permettent des flux d'épargne moindres pour atteindre un même objectif d'accumulation du capital. Ainsi, le taux d'épargne financière des ménages passerait de 7,0 % en 1997, à 6,3 % en 1998 et 5,8 % en 1999.

L'année 1997 s'est achevée, selon les comptes provisoires, par une nouvelle stagnation de l'**investissement** des entreprises, prolongeant le profil atone qui s'est établi depuis maintenant trois ans. Le tassement de l'activité au début de 1995 avait interrompu le réamorçage des dépenses survenu après la profonde récession de 1993. D'abord, les entreprises avaient freiné les achats liés à l'extension des capacités de production. Ensuite, le ralentissement de la croissance et l'établissement d'une situation quasi déflationniste dans l'économie avaient créé un climat général propre à nourrir l'attentisme des entrepreneurs, marqués par la mémoire des chocs conjoncturels du début de la décennie. La désinflation entamant la profitabilité des moyens de production, ils ont

dirigé les ressources disponibles vers le désendettement et les placements financiers, encouragés par le maintien des taux d'intérêt réels à un niveau élevé. A défaut d'investir, les entreprises ont utilisé le capital en place de façon plus intensive, comme l'exemple de l'industrie le suggère. Toutefois, ces ajustements, qui peuvent être à court terme un substitut à l'investissement, ne sauraient perdurer sans accentuer le vieillissement de l'appareil productif, et à terme, amputer la capacité de production.

C'est pourquoi, dans la mesure où la consolidation de la reprise en 1998 et en 1999 lèverait les facteurs de blocage décrits auparavant, un redémarrage plus significatif des dépenses est attendu à brève échéance. Pour l'ensemble des entreprises, les dépenses en volume progresseraient de 5,6 % en 1998 et de 7,6 % en 1999. La progression devrait être ample dans les branches industrielles. Le retard d'investissement depuis 1990, année du précédent pic, y est en effet considérable. Mais à l'horizon de la prévision, le niveau des dépenses serait encore inférieur de presque 10 % à celui de 1990. De fait, en termes de taux d'investissement, cette progression des dépenses de près de 20 % d'ici à l'année prochaine ne constituerait véritablement que l'amorce d'un rattrapage (graphique).



Sources : INSEE, prévision OFCE.

Cette reprise de l'investissement restera toujours largement autofinancée. Certes, l'épargne sera amputée de la reconduction en 1998 du prélèvement exceptionnel au titre de l'impôt sur les sociétés, tandis que l'allègement du poids des charges financières s'estomperait. Mais, elle excéderait toujours les dépenses d'investissement et le taux d'autofinancement, s'il recule sous l'effet de la reprise des dépenses en capital, resterait supérieur à 100 %.

La modération des **prix** à la consommation se renforcerait en 1998 et en 1999, en dépit de la reprise de l'activité : après avoir progressé de 0,9 % en cours d'année 1997, ils augmenteraient de 1,0 % en 1998 puis 0,6 % en 1999. En effet, dans un contexte de concurrence soutenue et de coûts salariaux maîtrisés, la baisse du cours des matières premières non énergétiques ainsi que l'effondrement du prix du baril allègent sensiblement les coûts de production.

Depuis 1994, les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie ne progressent que très lentement en France (+ 0,5 % l'an en moyenne). En dépit de la reprise des embauches en 1995, qui avait freiné pour un temps les gains de productivité, ces coûts ont ralenti continûment depuis le premier trimestre 1996, au point de baisser en 1997. Les plus

(2) Ceci ne s'était pas produit depuis 1983-1984, années qui avaient été marquées par la désindexation des salaires.

fortes créations d'emploi en 1998 gonfleraient les coûts salariaux en 1998 sans toutefois remettre en cause leur modération, qui se confirmerait en 1999.

En 1997, l'économie française a renoué avec les créations d'**emplois**. Après avoir quasiment stagné en 1996, l'emploi salarié a crû de 1,2 % en cours d'année dernière, soit 155 000 créations. Les effectifs, qui s'étaient déjà redressés au premier semestre 1997 avec 60 000 postes supplémentaires, se sont vivement accélérés au second, où s'est inscrite une croissance de 95 000, concentrée principalement au quatrième trimestre.

La principale contribution à ce mouvement provient des services aux entreprises : sur l'ensemble de l'année, le secteur a créé 134 000 emplois, soit 86 % de l'ensemble des créations. La croissance du recours au travail intérimaire explique ce résultat. Selon l'UNEDIC, les effectifs en mission se sont élevés de près de 40 % sur un an, soit 120 000 emplois supplémentaires dans le secteur.

Sous l'effet de la consolidation de la reprise, les créations se poursuivront cette année et l'année prochaine. L'industrie manufacturière et la construction apparaissent en bien meilleure situation aujourd'hui que dans les phases conjoncturelles passées équivalentes. Cependant, le plus gros volume d'emplois créés dans l'économie proviendrait encore des branches tertiaires, où l'emploi croîtrait de 2,3 % en 1998 et de 1,3 % en 1999.

Le secteur marchand créerait ainsi 270 000 emplois en 1998 et 140 000 l'année prochaine. Les effectifs des non salariés devraient encore reculer, mais de moins de 30 000 chaque année, ce qui constituerait une amélioration par rapport aux années précédentes. L'emploi non marchand progresserait nettement, principalement sous l'impulsion des emplois-jeunes. Dans l'ensemble des administrations, publiques et privées, l'emploi progresserait d'environ 120 000 personnes en 1998 ainsi qu'en 1999, portant les créations d'emplois dans l'économie respectivement à 370 000 et 230 000.

Bien que s'étant encore élevé de près de 90 000 personnes (entre les moyennes des quatrièmes trimestres 1996 et 1997), le **chômage** a infléchi sa progression en 1997. L'année dernière s'est même achevée sur une baisse spectaculaire, probablement en contrepoint d'une hausse excessive au milieu de l'année. Le redressement de l'emploi (+ 100 000 créations) est à l'origine de cette amélioration, mais il fut insuffisant pour absorber les arrivées de population active sur le marché du travail. Non seulement les créations d'emplois furent inférieures au rythme tendanciel de croissance de la population active, mais comme de coutume, les opportunités d'embauche créées par l'amélioration de la situation ont attiré sur le marché du travail des personnes qui autrement ne s'y seraient pas présentées. Ainsi, avec 190 000 arrivées, la croissance de la population active s'est accélérée au delà de son rythme tendanciel.

L'évolution du chômage serait gouvernée par la même dynamique en 1998 et en 1999. En 1998, les créations d'emplois seraient très nombreuses, plus encore qu'en 1989, année de haute conjoncture pour le marché du travail. Mais les arrivées de population active seraient aussi très nombreuses, de l'ordre de 280 000 personnes comme en 1989. De fait, malgré une hausse de l'emploi de 370 000, le chômage ne refluerait que de 90 000 personnes. En 1999, il reculerait encore de 30 000 personnes. Au regard des évolutions longues, ce résultat serait quand même exceptionnel. Les seules

périodes où le nombre de demandeurs d'emplois ait reculé sensiblement sont les années 1988 et 1989 ; la baisse n'avait à l'époque pas dépassé 80 000 personnes sur les deux années.

Depuis l'été 1997, date de parution de l'audit sur les **finances publiques**, la situation économique française a beaucoup évolué. L'application des mesures fiscales instaurant une surtaxe sur l'impôt sur les bénéfices des entreprises d'une part et la reprise de la croissance grâce au relais de la demande interne au second semestre d'autre part, ont donné lieu à des recettes supplémentaires. En effet, les mesures urgentes prises en août 1997 instaurent le paiement d'une contribution temporaire de 15 % sur l'impôt sur les bénéfices des sociétés ainsi que l'extension de l'assiette de cet impôt aux plus-values à long terme provenant de la cession d'actifs immobilisés. Pour compenser la dégradation du déficit budgétaire, il a été décidé que les entreprises s'acquitteraient par anticipation, avec l'acompte du 15 décembre 1997, des sommes correspondant à ces mesures ainsi que du produit de la surtaxe de 10 % qu'avait instituée Alain Juppé en 1995. Dans le même temps, les dépenses ont été contrôlées dans la mesure nécessaire pour parvenir à limiter le déficit à 3 points de PIB.

La question essentielle qui se pose aujourd'hui est de mesurer l'impact des mesures fiscales et de la croissance sur l'évolution des déficits publics à venir. Le projet de Loi de finances pour 1998 ne marque pas de rupture de comportement avec le passé, en ce sens que les fruits de la croissance anticipés ne sont pas utilisés pour modérer le taux de prélèvements obligatoires, mais pour continuer de réduire les déficits publics afin de constituer des réserves disponibles lors d'éventuelles phases récessives ultérieures. Les fortes pressions qui pèsent sur les comptes publics en raison du Pacte de stabilité ne permettent pas d'envisager de dérapage, même ponctuel pour les deux années à venir. La politique budgétaire devrait donc rester vigilante voire légèrement restrictive si la croissance s'avérait moins vive.

Les recettes fiscales sont assises sur des bases imposables qui dépendent, soit de la conjoncture de l'année passée (impôts sur le revenu, impôts sur les bénéfices), soit du dynamisme de la demande interne courante (TVA, TIPP...). Le regain de croissance observé depuis le second semestre de 1997 et les perspectives favorables anticipées pour 1998 (+ 3 % de PIB total en volume) permettent donc d'espérer de fortes rentrées fiscales, à taux de prélèvement inchangé.

Profitant toujours de la baisse des taux d'intérêt et de la réduction des déficits publics, la charge de la dette connaît une progression beaucoup plus lente que par le passé. Une des premières bénéficiaires est la masse salariale des administrations publiques. Elle progresserait assez vivement lors des deux années à venir, davantage portée par les revalorisations salariales que par la progression de l'emploi non aidé. Les prestations sociales totales ralentiraient nettement en 1998 (+ 2,6 % contre 3 % en 1997). Particulièrement déprimé depuis 1994, l'investissement public pourrait repartir en 1998. Ce sont les collectivités locales, qui réalisent 70 % du total de la FBCF publique, qui devraient profiter de leur bonne situation financière pour investir. Au total, le besoin de financement des administrations publiques reculerait assez nettement ; le déficit public au sens de la comptabilité européenne atteindrait 2,6 % du PIB en 1998 et 2,2 % en 1999.