



N° 179 — Mardi 20 octobre 1998

DANS LA TOURMENTE FINANCIÈRE

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

Fin septembre 1998, l'évolution économique dans les grands pays confirme les tendances pressenties il y a six mois : le ralentissement s'amorce aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ; le Japon s'enfonce encore dans la crise ; l'Europe continentale est en phase de nette reprise. Le fait nouveau est l'extension de la crise financière qui se traduit par la baisse des Bourses des pays développés et la contagion de la crise asiatique à d'autres pays émergents. La fuite des capitaux condamne ces pays, soit à monter leurs taux d'intérêt à des niveaux insoutenables, soit à accepter la dépréciation de leurs taux de change. En même temps, la baisse du prix des matières premières provoque un transfert, au détriment de nombreux pays en développement, dont bénéficient les pays industrialisés. La première victime en est la Russie, dont l'incapacité à réorganiser son économie et sa société éclate au grand jour. Le risque est grand de voir les capitaux fuir durablement la totalité des pays émergents, sans tenir compte des différences de qualité entre pays dans les gestions macroéconomiques, les systèmes financiers et les appareils productifs. Ainsi s'achève une phase où le dynamisme de l'économie mondiale avait été impulsé par la croissance des pays anglo-saxons, par l'émergence de nouveaux pays industrialisés, par la mondialisation des marchés financiers, tandis que l'Europe continentale restait à la traîne.

La **finance mondiale** vit, depuis sa mutation du début des années quatre-vingt, un développement exubérant entrecoupé de crises récurrentes. Celle d'aujourd'hui remet en cause l'orientation des circuits de financement. L'afflux de capitaux en direction des pays émergents et des Etats-Unis puisait ses ressources dans les excédents d'épargne laissés vacants par les politiques économiques restrictives en Europe et le désengagement du crédit au Japon. Il était en grande partie intermédié par les institutions financières américaines. Un système financier malade au Japon en garantissait le faible coût. Mais la règle de change qui liait les pays d'Asie au dollar était fragile. L'appréciation de la monnaie américaine était adaptée à la conjoncture intérieure américaine, mais non au besoin de rentabilité des investissements en Asie. La chute des monnaies et des Bourses asiatiques a provoqué un

mouvement de fuite vers la qualité. La correction est paradoxalement plus prononcée sur les Bourses européennes qu'à Wall Street, alors que l'Europe est la zone la plus préservée conjoncturellement. Si la diversification des portefeuilles américains a provoqué de fortes plus-values sur les Bourses européennes, leur restructuration produit des effets amplifiés par rapport aux mouvements de la Bourse américaine. Globalement, la surabondance de capital financier induite par le vieillissement de la population accroît les fonds cherchant à se placer, tandis que les exigences de rentabilité limitent les investissements possibles. Aussi, la croissance pourrait être durablement asphyxiée par le taux de profit trop élevé requis par le capitalisme de rentier.

Aux Etats-Unis, l'ampleur du ralentissement et la fragilité du système financier rendent probable une détente prononcée des **taux courts**, qui pourraient avoisiner 3,7 % à la fin de 1999. Les **taux longs**, qui ont déjà engrangé une forte baisse en raison du repli sur la qualité, ne devraient que légèrement reculer pour s'établir à 4,0 % en fin d'année prochaine. Les taux japonais devraient rester collés à leur plancher. Le yen devrait rester en moyenne à un bas niveau, de l'ordre de 130-135 yen par dollar. Les crises asiatiques, puis russe ont permis de vérifier la crédibilité de l'euro. Toutefois, elles ont ralenti la convergence des taux d'intérêt. L'attentisme monétaire paraît le plus probable en Europe. Le **dollar** devrait donc diminuer jusqu'à 1,55 DM à la fin de 1999. Une dépréciation plus prononcée de 5 % du dollar réduirait de 0,5 % l'activité en Europe en 1999 ; ceci montre la nécessité d'une politique monétaire européenne plus active si le dollar poursuivait sa chute.

Le **commerce mondial** de produits manufacturés a été porté en 1997 par la vigueur de la croissance américaine et l'affermissement de la reprise en Europe. 1998 devrait être marqué par une chute des importations des pays d'Asie, d'Amérique latine et des pays de l'OPEP, frappés par le bas prix du pétrole. En 1999, le ralentissement des importations américaines s'amplifierait, au Nord comme au Sud, alors que les importations d'Asie reprendraient modérément. Les importations de l'OPEP continueraient à plonger (tableau 2).

(*) Ce texte résume les perspectives 1998-1999 de l'économie mondiale à paraître dans la Revue de l'OFCE, n° 67, octobre 1998.

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 \$ ¹	21,2	18,2	18,5	18,8	14,2	13,4	12,4	13,5	13,7	14,0	14,5	14,5	19,2	13,4	14,2
Matières premières industrielles en \$ ³	1,2	- 0,4	0,1	- 5,3	- 7,3	- 0,2	- 4,1	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	- 2,0	- 13,0	- 0,7
Taux de change ¹															
1 € = ...\$	1,17	1,14	1,09	1,12	1,09	1,10	1,12	1,19	1,20	1,22	1,25	1,27	1,13	1,13	1,24
1 \$ = ...DM (ex DM)	1,66	1,71	1,81	1,76	1,82	1,79	1,76	1,65	1,64	1,61	1,58	1,55	1,73	1,76	1,60
1 \$ = ...yen	121	120	118	125	128	136	140	135	130	135	135	130	121	135	133
1 £ = ...DM (ex DM)	2,70	2,80	2,94	2,91	2,99	2,97	2,91	2,80	2,75	2,71	2,69	2,64	2,84	2,92	2,70
Taux d'intérêt courts ¹															
Etats-Unis	5,5	5,7	5,6	5,7	5,6	5,6	5,5	5,2	4,7	4,2	3,7	3,7	5,6	5,5	4,1
Japon	0,5	0,6	0,6	0,7	1,0	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6
Allemagne ²	3,2	3,2	3,2	3,7	3,5	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,3	3,5	3,5
Royaume-Uni	6,2	6,5	7,1	7,5	7,5	7,5	7,6	7,2	6,9	6,6	6,4	6,4	6,8	7,5	6,6
Taux d'intérêt longs ¹															
Etats-Unis	6,6	6,7	6,2	5,9	5,6	5,6	5,2	4,5	4,2	4,0	4,0	4,0	6,3	5,2	4,1
Japon	2,4	2,4	2,2	1,7	1,7	1,4	1,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	2,2	1,2	0,7
Allemagne ²	5,7	5,8	5,6	5,5	5,0	4,9	4,4	3,9	4,0	4,0	4,2	4,5	5,7	4,5	4,2
Royaume-Uni	7,4	7,3	7,0	6,5	6,0	5,8	5,5	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	7,0	5,5	4,7
Prix consommation ³															
Etats-Unis	0,6	0,4	0,5	0,5	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	2,4	1,6	2,2
Japon	0,2	1,5	0,3	0,2	0,0	- 0,1	- 0,3	- 0,2	- 0,1	0,0	0,0	0,0	1,7	0,3	- 0,4
Allemagne	0,5	0,3	0,7	0,3	- 0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,8	1,0	1,2
Royaume-Uni ⁴	0,3	0,3	0,8	0,6	0,3	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	2,1	2,3	2,7
Italie	0,6	0,6	0,2	0,4	0,6	0,5	0,4	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6	2,0	1,8	1,8
PIB en volume, cvs ³															
Etats-Unis	1,0	1,0	1,0	0,7	1,4	0,5	0,4	- 0,2	- 0,3	0,3	0,4	0,7	3,9	3,2	0,5
Japon	2,0	- 2,8	0,8	- 0,4	- 1,3	- 0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,6	0,5	0,8	- 2,2	1,4
UE 15	0,5	1,2	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,7	0,8	0,7	2,7	2,7	2,5
Allemagne	0,4	1,0	0,6	0,3	1,4	0,1	0,5	0,2	0,7	0,8	0,8	0,7	2,3	2,6	2,4
Royaume-Uni	0,7	1,0	0,8	0,6	0,8	0,5	0,1	0,0	0,3	0,5	0,6	0,7	3,3	2,3	1,3
Italie	0,2	1,8	0,5	0,3	- 0,1	0,4	0,7	0,7	0,5	0,5	1,0	1,0	1,5	1,7	2,6
Balances courantes en milliards de \$, cvs															
Etats-Unis	- 72		- 83		- 103		- 125		- 131		- 134		- 155	- 228	- 265
Japon	40		55		57		61		65		64		95	118	129
Allemagne	- 6		1		- 2		2		2		3		0	0	3

(1) Moyenne sur la période.

(2) A partir du 1^{er} janvier 1999, le taux d'intérêt de la ligne « Allemagne » représente le taux d'intérêt de l'euro.

(3) Période / période précédente, en %.

(4) Déflateur de la consommation.

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, interbancaire au Royaume-Uni). Taux longs : T-Bond à 10 ans aux Etats-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, Bund à 10 ans en Allemagne, obligations d'état à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières : indice de Hambourg. Prévisions : OFCE.

La crise asiatique et ses conséquences marquent fortement l'évolution de l'économie mondiale depuis juillet 1997. Selon une variante du modèle multinational MIMOSA, l'impact sur la croissance mondiale serait de - 1,7 % en 1998 et - 1,5 % en 1999. En raison de ses liens commerciaux avec les pays en crise, le Japon est le grand pays de l'OCDE le plus touché par la crise (- 1,4 point de croissance en 1998 et - 1 point en 1999). En 1999, les Etats-Unis subissent particulièrement l'effet de la contraction en Amérique latine (- 1 point après - 1,1 en 1998). Moins exposée commercialement, l'Europe est la zone la plus épargnée par les chocs (- 0,6 point en 1998 et - 0,8 point en 1999). En l'absence de crise des pays émergents, la croissance en Europe aurait dépassé 3,5 % en 1998 et 1999.

Après un rythme de croissance moyen voisin de 8 % jusqu'en 1996, l'**Asie en développement** devrait connaître une stagnation de son activité cette année, suivie d'une croissance de 2,5 % en 1999. Afin de rassurer les marchés et favoriser un retour des capitaux, la gestion de la crise jusqu'à cet été a reposé sur deux axes : un ajustement conjoncturel par des mesures restrictives de politiques économiques ; un ajustement structurel pour assainir les systèmes financiers et, dans certains pays, l'appareil productif. En attendant que ces plans produisent leurs effets, la situation conjoncturelle ne cesse de se dégrader. La crise du système financier se solde par une insuffisance de liquidités, des faillites en cascades et une fragilisation des entreprises, mêmes les plus saines. La situation sociale reste extrêmement tendue. Dans les pays les plus touchés par la crise (Corée du Sud, Thaïlande, Indonésie, Malaisie), le point bas de la crise a probablement été atteint vers le milieu d'année. La capacité d'exportation est affectée par la situation difficile des entreprises, mais la chute des importations qui découle de la contraction des demandes intérieures provoque un redressement spectaculaire des balances commerciales.

Déjà victime d'une crise de confiance à la fin de 1997, qui avait amené certains pays à relever fortement leur taux d'intérêt (Brésil, Argentine) ou à laisser se déprécier leur monnaie (Chili, Mexique), l'**Amérique latine** est fortement secouée par l'amplification de la crise. La forte chute des places boursières

témoigne d'une crise de confiance à l'égard des pays émergents, plus sévère que la précédente. La dégradation des comptes externes et des finances publiques, particulièrement sensible au Brésil, fragilise les monnaies ; ce qui, en dépit de fondamentaux plus favorables qu'en Asie (inflation sous contrôle, endettement privé faible, systèmes financiers plus solides, moins forte volatilité des capitaux), crée des facteurs d'instabilité. Avec les dévaluations d'Asie, la surévaluation des monnaies régionales est devenue patente. Soucieux de ne pas céder sous la pression pour éviter le retour de l'hyperinflation, les pays d'Amérique latine ont dû augmenter fortement leurs taux d'intérêt. Les perspectives de croissance doivent encore être revues à la baisse : le Brésil, le Mexique et l'Argentine n'échapperont pas à la récession en 1999.

La **situation économique de la Russie**, qui s'était améliorée en 1997 (réduction de l'inflation, arrêt de la chute du PIB), s'est fortement dégradée à partir du début de l'année 1998. La chute du prix du pétrole et des matières premières a réduit à néant l'excédent commercial et a encore accentué un déficit public, déjà creusé par l'incapacité du gouvernement à faire rentrer les impôts et le niveau insoutenable des taux d'intérêt. Un cercle vicieux s'est enclenché : fuite de capitaux, hausse des taux d'intérêt, dérive incontrôlable de la dette publique... Malgré l'aide du FMI, il a abouti à la chute du rouble et au retour d'une inflation galopante. Le PIB devrait se contracter de 5 % en 1998. La plupart des **pays d'Europe centrale et orientale** ont connu ces dernières années des croissances satisfaisantes. Ces pays connaissent souvent des déficits extérieurs importants, financés par des entrées de capitaux directs, et des inflations compensées par un glissement contrôlé de leur taux de change. La poursuite de leur croissance dépend de l'absence de contagion de la crise russe, qui est probable dans la mesure où les marchés ont compris que leur situation est radicalement différente : la réorganisation de l'économie est plus avancée (même si les sureffectifs perdurent), les impôts rentrent, les systèmes financiers fonctionnent. Les déséquilibres semblent encore soutenables.

La **récession japonaise** s'est encore aggravée depuis le début de l'année avec une contraction de 2 % du PIB au cours des deux premiers trimestres, malgré la mobilisation intensive

2. Importations de produits manufacturés

Taux de croissance période/période précédente en %	Part dans le commerce en 1997	1 ^{er} sem.	2 ^{ème} sem.	1 ^{er} sem.	2 ^{ème} sem.	1 ^{er} sem.	2 ^{ème} sem.	1997	1998	1999
		1997	1997	1998	1998	1999	1999			
MONDE	100,0	5,0	4,7	2,6	1,2	1,9	3,6	8,9	5,6	4,3
OCDE ⁽¹⁾	76,7	4,6	5,3	3,7	2,6	2,5	3,5	8,9	7,8	5,7
Europe	44,5	3,6	5,6	3,5	3,2	3,5	3,8	7,8	8,1	7,1
Etats- Unis	19,2	7,2	7,3	5,8	3,0	- 0,1	2,9	13,2	11,1	2,8
Japon	5,9	3,7	- 1,6	- 2,4	- 4,4	2,6	3,2	3,1	- 5,3	1,9
Hors OCDE ⁽¹⁾	23,3	6,0	2,9	- 1,1	- 4,0	- 0,4	3,8	9,1	- 1,7	- 0,6
Amérique Latine ⁽²⁾	5,1	17,2	7,8	6,7	- 1,6	- 6,9	- 1,1	24,8	9,8	- 8,1
Asie ⁽²⁾	10,9	3,3	0,6	- 6,7	- 6,7	3,0	7,1	4,6	- 9,5	3,0
OPEP	2,4	4,1	3,6	- 0,8	- 11,2	- 6,0	3,0	8,2	- 4,7	- 10,2
Afrique ⁽²⁾	1,6	2,0	2,0	2,0	2,0	2,8	3,0	4,1	4,1	5,4
Moyen Orient ⁽²⁾	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	4,1	4,1	4,1
Europe de l'Est	2,3	4,1	3,6	3,3	2,0	2,4	3,0	8,5	6,1	5,0

(1) OCDE hors Corée, Hongrie, Mexique, Pologne, République tchèque.

(2) Hors OPEP

Sources : OCDE, sources nationales, estimations et prévisions OFCE.

des instruments traditionnels de politique économique depuis 5 ans (taux d'intérêt quasi nuls, monnaie dépréciée, succession de plans de relance). La résurgence des restrictions du crédit, que révèlent les enquêtes auprès des entreprises, montre que les autorités n'ont pas su traiter efficacement les problèmes financiers hérités du précédent cycle de croissance. Les taux extrêmement bas ont surtout servi de levier au financement de capacités dans d'autres parties du monde. Le Japon, qui souffrait déjà de suraccumulation, se retrouve maintenant dans une zone elle-même en surcapacité. Il devrait cependant échapper à la dépression cumulative, grâce à la dépréciation de son taux de change effectif depuis février, à l'injection de fonds publics dans le système bancaire et à la relance des programmes de travaux publics. Les stagnations des salaires et de l'emploi ne permettent pas d'anticiper un redressement des dépenses des ménages.

L'économie américaine a de nouveau connu une croissance particulièrement dynamique au premier semestre 1998 (4 % en rythme annualisé), impulsée par la demande intérieure. Le net repli de la croissance au deuxième trimestre par rapport au premier résulte de la combinaison d'un phénomène temporaire (la grève chez General Motors) et de phénomènes plus durables (le commerce extérieur). La croissance a été longtemps soutenue par la hausse de la Bourse, la baisse du taux d'épargne des ménages et le dynamisme de l'investissement ; ces facteurs devraient se retourner brutalement en raison de la baisse du profit des entreprises et de la crise financière qui menace la solvabilité des banques. L'investissement productif devrait se contracter au tournant 1998-1999. Les exportations devraient continuer à baisser sur la deuxième moitié de l'année avant de pouvoir profiter de la dépréciation du dollar. Comme la progression du revenu des ménages devrait relativement bien résister grâce au dynamisme du salaire horaire, à une moindre pression fiscale et à une accélération modérée des prix, la consommation n'ira pas jusqu'à se contracter (malgré une remontée significative du taux d'épargne induite par la baisse de la Bourse). L'économie américaine entrerait en récession dès le quatrième trimestre 1998. Le retournement devrait néanmoins rester limité en ampleur et dans le temps grâce à une politique monétaire plus accommodante. Le taux de croissance du PIB serait ramené de presque 4 % en 1997 et 3,2 % en 1998 à 0,5 % en 1999.

En 1997, la croissance s'est affermie dans **l'Union européenne** (2,7 % après 1,8 %). Mais le rythme de 3,5 % des trois premiers trimestres de 1997, a connu une érosion qui a ramené la trajectoire européenne à la mi-1998 sur une pente proche de 2 % l'an. La dégradation de l'environnement international a fortement affaibli la contribution externe à la croissance européenne. Par contre, la demande intérieure tend à gagner en vigueur au premier semestre. L'Europe peut-elle bâtir sa croissance sur son dynamisme interne sans être gagnée par le ralentissement mondial ? L'issue de cette baisse de régime européen dépendra surtout du degré de résistance de l'investissement, dont le redressement ne se concrétise que depuis peu. A plusieurs égards, la situation est proche de celle connue lors de la brève reprise de 1994, particulièrement en termes de conditions monétaires (fin d'une période d'appréciation du dollar et de baisse des taux d'intérêt) et de ralentissement du commerce mondial. Cependant, certains éléments sont plus favorables : les assainissements budgétaires ne sont plus à l'ordre du jour, et l'inflation ne constitue plus

une menace aux yeux des banquiers centraux. La croissance ne s'accélérait pas en 1998 par rapport à 1997 (2,7 %) et s'infléchirait légèrement en 1999 (2,5 %).

La mesure du rythme de la **croissance allemande** depuis le début de l'année 1998 est peu aisée. La croissance semestrielle s'est accélérée, les perspectives de débouchés extérieurs marquent un coup d'arrêt, la reprise de la demande intérieure est désormais perceptible, mais certaines incertitudes ne sont pas encore levées, en particulier sur l'ajustement des stocks. La croissance des prochains trimestres repose pour beaucoup sur la demande intérieure. Encore fragile, la consolidation de l'emploi devrait soutenir la progression des revenus salariaux en 1998 et 1999, sur laquelle s'appuiera la consommation. La demande intérieure devrait bénéficier de la reprise de l'investissement en équipement, déjà nette au premier semestre. L'ajustement dans le bâtiment est achevé à l'Ouest. L'excès de stocks et leur très forte contribution à la croissance du début de l'année constituent une menace pour la poursuite du dynamisme de la demande intérieure. Avec une orientation encore restrictive de la politique budgétaire en 1999, les performances allemandes (2,6 % en 1998, 2,4 % en 1999) devraient rester relativement médiocres.

En 1998 comme en 1997, **l'Italie** connaît une croissance très en retrait de celle de ses partenaires européens. L'année dernière, cependant, la demande intérieure avait été relativement vigoureuse, compte-tenu de l'importance des ajustements budgétaires. La consommation avait bénéficié de la décrue rapide de l'inflation qui avait fourni des gains de pouvoir d'achat inattendus aux ménages, de la prime automobile et d'une nette diminution du taux d'épargne. Sur la première moitié de 1998, au contraire, la consommation s'est alignée sur la faible progression de l'emploi, ce qui, combiné à la faiblesse de la demande extérieure, a enrayé la reprise de l'investissement. Le commerce extérieur italien est traditionnellement très réactif. Naguère observée sur les exportations, cette sensibilité expliquerait aujourd'hui la forte croissance des importations, particulièrement en provenance des pays asiatiques. Dans ce contexte, la croissance ne devrait pas dépasser 1,7 % en 1998. La reprise différée s'affermirait au cours de 1999, où la croissance atteindrait 2,6 %.

En 1998, **l'économie britannique** est entrée dans sa sixième année consécutive de croissance. Cependant, le ralentissement à l'œuvre depuis la mi-1997 s'est poursuivi au premier semestre. La Banque d'Angleterre maintient un niveau élevé des taux d'intérêt pour lutter contre les pressions inflationnistes ; il en résulte un niveau élevé de la livre sterling. La dégradation de la compétitivité s'ajoute au ralentissement de la demande mondiale. Cependant, l'assouplissement des conditions monétaires et des perspectives budgétaires plus expansionnistes devraient atténuer l'ampleur du ralentissement et éviter la récession. Au total, la croissance ralentirait nettement en 1998 et 1999 (2,3 et 1,3 % après 3,4 % en 1997). Le refus du Royaume-Uni d'entrer dans la zone euro avant 2002 trouverait une justification *a posteriori* dans la persistance de son décalage conjoncturel.

FRANCE : LA CROISSANCE QUAND MÊME !

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

Les perspectives de croissance française pour la fin de l'année et l'année prochaine sont pratiquement inchangées par rapport à nos prévisions antérieures, soit 3,0 % en 1998 et 2,7 % en 1999 — pour la croissance du PIB total (respectivement 3,2 % et 2,8 % pour le PIB marchand). Mais si la reprise est bien là, le schéma dans lequel elle s'inscrit est d'une nature toute différente.

La situation internationale est largement modifiée. La crise asiatique et ses prolongements — défaut de la Russie, déséquilibre de l'Amérique latine, récession du Japon, risque de krach boursier, menaces de déflation mondiale —, dont certains sont avérés et d'autres anticipés, constituent un environnement international très dégradé par rapport aux analyses antérieures. Leur impact est considérable sur la croissance française qui aurait été supérieure à 4 % l'an sans cette dégradation. On ne peut exclure que les enchaînements à l'œuvre aggravent encore cet environnement. Depuis une année, il est révélateur que les diverses prévisions de croissance aient toujours été révisées en baisse.

Les enchaînements de **reprise interne** que nous évoquions déjà dans la prévision du printemps dernier sont largement confirmés par les nouvelles données disponibles sur l'économie française, qu'elles soient issues des comptes nationaux ou des enquêtes de conjoncture. La situation de l'emploi s'est effectivement redressée. Le rythme actuel de création d'emplois est de l'ordre de 300 000 par an, une performance exceptionnelle que l'économie française n'avait pas connue depuis dix ans, attribuable en partie à la politique de l'emploi. Le recul du chômage au cours des six derniers mois traduit cette amélioration et cette tendance devrait se confirmer. Grâce à cette embellie sur le front de l'emploi, la situation des ménages s'améliore et leur consommation progresse à un rythme soutenu depuis maintenant un an. Principal moteur de la croissance française, elle devrait le rester dans les prochains trimestres.

L'investissement des entreprises démarre enfin. Depuis le début de l'année 1998, à la fois les indicateurs de capacité, les enquêtes de conjoncture et les comptes nationaux convergent en ce sens. Après une décennie d'atonie et un point bas en 1994, le taux d'investissement peut enfin s'élever tout en restant bien en dessous de son niveau de la fin des années quatre-vingt. Cette reprise de l'investissement résulte à la fois du retard accumulé les années précédentes, de la reprise de la croissance tirée par la consommation et probablement, bien qu'il soit difficile d'en mesurer l'impact de façon précise, des perspectives nouvelles qu'ouvre l'Union monétaire européenne.

Ainsi, la vision actuelle de l'économie française est bien différente de celle qui prévalait au milieu des années quatre-vingt-dix. La demande interne suffit à faire décroître le chômage malgré un environnement extérieur déprimé. La France est dans une situation meilleure que ses principaux

partenaires européens — Allemagne, Italie et Royaume-Uni. Une des explications est une moindre exposition, du fait de la structure de son commerce extérieur, à la crise asiatique. Une autre pourrait être que le dynamisme français, assuré par la demande intérieure, est précurseur d'un dynamisme des grands pays européens. L'Europe pourrait alors être une oasis de croissance et résister à la crise mondiale en assurant sa croissance par des facteurs internes.

La croissance sera donc là. Elle assurera une détente sur le front du chômage. Malgré tout, la France, tout comme l'Europe, subit les désordres du monde. La croissance aurait pu être supérieure, les créations d'emplois plus vigoureuses. Une demande interne forte permet de justifier que les conjonctures européennes ne soient pas en phase avec celle des Etats-Unis — le phénomène n'est pas nouveau : la croissance américaine du début des années quatre-vingt-dix s'est passée de la croissance européenne.

Deux forces s'opposent et les incertitudes sont grandes : le ralentissement de la croissance mondiale sera peut être plus fort, la demande interne peut ne pas être au rendez-vous.

Certains ont du mal à croire que l'Europe puisse résister à la tourmente et notre perspective peut sembler optimiste. Pourtant, une croissance inférieure à **3 % est une performance modeste**, alors que la monnaie unique doit nous protéger du risque de turbulences monétaires internes à l'Europe, que le rétablissement des finances publiques permet enfin de desserrer l'étau des politiques budgétaires restrictives et que l'Europe a accumulé un retard vis-à-vis des Etats-Unis, notamment en matière de modernisation de son système de production. Le redémarrage de l'économie européenne est bel et bien obéré dans notre prévision par la crise du reste du monde et son rythme est inférieur à ce qui serait possible après une longue phase de croissance molle.

Un scénario plus noir est envisageable. Il suppose un enchaînement d'évolutions négatives qui ne correspondent pas à la situation de l'économie réelle européenne : blocage des investissements par des entreprises tétanisées par la peur du lendemain, restrictions du crédit par des banques plus touchées qu'il n'apparaît aujourd'hui par la crise financière mondiale, pessimisme des ménages qui épargneraient à nouveau.

Ce scénario n'est, à notre avis, guère vraisemblable. Cependant, il faut le prendre en considération pour fixer la ligne de conduite à tenir s'il venait à se réaliser. L'Europe est pratiquement la seule région du monde à connaître un rythme de croissance satisfaisant — elle dispose, hélas, d'un important réservoir de main-d'œuvre inemployée et il y existe des opportunités d'investissements rentables. Si elle venait à faiblir, la crise du reste du monde en serait amplifiée et la situation serait plus alarmante. Si les Etats-Unis disposent de marges de manœuvre importantes tant du côté de la politique monétaire que du côté de la politique budgétaire — et elles seront probablement utilisées pour freiner le propre

(*) Ce texte résume les perspectives 1998-1999 de l'économie française à paraître dans la Revue de l'OFCE, n° 67, octobre 1998.

ralentissement américain — l'Europe peut aussi contribuer à stabiliser l'économie mondiale en desserrant, par exemple, les contraintes strictes qu'elle s'est imposées à Amsterdam. S'arc-bouter sur des engagements budgétaires irréalistes en période de crise est, en tout cas, une attitude à proscrire. Les autorités européennes doivent garder le cap de la politique actuelle — taux d'intérêt bas et réduction lente des déficits publics grâce à la croissance — mais être prêtes à **soutenir l'activité**, que ce soit par des voies budgétaires (dépenses supplémentaires ou allègement des impôts) ou monétaires, si la croissance venait à faiblir.

C'est si elles voulaient changer de cap au milieu de la tempête qu'il faudrait s'inquiéter et envisager un scénario qui serait alors plus noir que ceux aujourd'hui retenus par les plus pessimistes.

1. Contributions à la croissance du PIB marchand

Moyenne annuelle (en %)	1996	1997	1998	1999
Dépenses des ménages	1,3	0,6	2,4	2,2
Investissement des entreprises	0,3	0,0	0,8	0,8
Dépenses des administrations	-0,2	0,1	0,1	0,0
Variations de stocks	-0,8	0,1	0,6	0,2
Total de la demande interne	0,6	0,7	3,8	3,2
Solde extérieur	0,8	1,7	-0,6	-0,4
PIB marchand	1,3	2,5	3,2	2,8

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE en 1998-1999.

Après avoir atteint un niveau très élevé en 1997 (près de 2,4 % du PIB), le solde du **commerce extérieur** devrait diminuer cette année. La demande adressée à la France serait moins dynamique : elle progresserait à un rythme annuel de 5,6 % pendant les deux prochaines années contre 7,2 % en 1997, bridant ainsi nos exportations. En outre, les monnaies dévaluées des pays asiatiques devraient accroître leur compétitivité sur les marchés tiers.

Sous ces hypothèses, les exportations de produits manufacturés continueraient de s'accroître, mais à un rythme plus faible, proche de 6,8 % en volume en 1998 contre 13,9 % en 1997. Quant aux importations, elles devraient continuer leur forte progression (hausse de 10 % en volume en 1998 et de 8,3 % en 1999), résultant à la fois d'une demande interne soutenue et d'une pénétration accrue des produits étrangers à la recherche de marchés encore solvables. Un recul du taux de couverture en volume est à prévoir ces prochaines années. Il serait de 2,1 points en 1998 (passant de 106,7 à 104,6) et de 1,3 point en 1999.

La contribution du commerce extérieur à la croissance française va, pour la première fois depuis 1994, devenir négative à l'horizon de notre prévision. Après avoir constitué en 1997 l'élément le plus dynamique de la croissance du PIB marchand, expliquant 1,7 point des 2,5 % de croissance, elle serait négative ces deux prochaines années (-0,6 point en 1998, -0,4 point en 1999).

Le début de l'année 1998 a vu s'amorcer la reprise de **l'investissement** des entreprises, après trois années de stagnation. L'accélération de l'activité a relancé les investissements d'extension des capacités de production. Les taux d'intérêt réels, qui étaient restés élevés malgré le retrait important des taux nominaux, devraient se replier significativement. L'investissement productif croîtrait de 6,4 % cette année et de 6 % l'année prochaine.

C'est dans l'industrie que cette croissance sera la plus vive. Le retard y est en effet plus important qu'ailleurs et des rythmes d'expansion de 8 % en 1998 et de 11 % en 1999 permettraient à peine de rattraper la moitié du terrain perdu par le taux d'investissement depuis 1990. Dans les secteurs concurrentiels non manufacturiers, la reprise de l'investissement n'aura pas cette composante structurelle propre à dynamiser les dépenses. Le taux d'investissement fluctue en effet autour de 13 % depuis dix ans, et la croissance de l'investissement, inférieure à 6 % chacune des deux années, revêtira un caractère davantage conjoncturel. La reprise de l'investissement sera donc modérée dans les secteurs tertiaires.

Le taux de marge devrait reculer significativement en 1998 et en 1999, du fait de la vigueur des créations d'emplois et du ralentissement induit de la productivité : il perdrait ainsi 1,6 point entre la fin 1997 et la fin 1999. L'évolution du taux d'épargne accompagnera celle du taux de marge ; la baisse des versements d'intérêts, arrivée à son terme, ne viendra plus cette fois soutenir l'épargne, comme c'était le cas depuis 1993. Dès lors l'investissement croîtra davantage que les ressources disponibles pour le financer. Il en résultera un recul du taux d'autofinancement qui pourrait, à l'horizon de la prévision retrouver un niveau voisin de 100 %. Combinée à la reprise du stockage, cette situation nouvelle devrait entraîner, pour la première fois depuis six années, un recul significatif de la capacité de financement apparente.

Les créations **d'emplois** resteront soutenues d'ici à la fin de l'année. Au total, les effectifs des secteurs marchands devraient s'élever, au second semestre, à un rythme proche de celui enregistré au premier, portant l'ensemble des créations à 325 000 emplois salariés.

Les emplois nouveaux seront encore, pour leur grande majorité, créés dans le secteur tertiaire, mais l'on pourrait assister désormais à un plus grand dynamisme des branches secondaires. La consolidation de la reprise devrait, en effet, inciter les entreprises utilisatrices d'intérimaires à transformer les contrats temporaires en contrats définitifs, les effectifs correspondants quittant le secteur des services pour l'industrie et la construction. Au total, 240 000 emplois salariés dans les services seraient créés en 1998 ; 150 000 pourraient l'être l'an prochain.

Les effectifs salariés industriels permanents augmenteraient de près de 30 000 au second semestre 1998. La productivité rejoindrait alors le niveau tendanciel qu'elle avait quitté depuis deux années. En 1999, le ralentissement de l'activité, et des gains de productivité proches de la tendance, conduiront les entreprises à moins faire appel aux intérimaires. Les effectifs permanents pourraient être préservés.

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

	Niveau (Mds F 80)	Taux de croissance trimestriels en %						Taux de croissance annuels en %		
		1997	1998,1	1998,2	1998,3	1998,4	1999,1	1999,2	1997	1998
PIB marchand	3264	0,7	0,6	0,9	0,7	0,6	0,6	2,5	3,2	2,8
Importations	1207	2,2	0,9	1,4	1,5	2,3	1,1	7,7	7,9	6,8
Consommation des ménages	2255	0,9	0,9	0,7	0,2	1,4	0,4	0,9	3,5	3,0
Consommation nette marchande des administrations	181	0,2	0,5	0,1	0,5	0,1	-0,4	1,4	1,0	0,4
FBCF totale, dont :	757	1,8	0,7	1,0	0,9	0,8	1,1	0,0	3,8	4,1
• Entreprises	421	3,0	1,6	1,0	1,1	1,4	1,5	-0,4	6,4	6,0
• Ménages	183	-0,3	1,4	1,1	0,7	-0,2	0,6	-0,6	1,6	2,0
• Administrations	129	1,4	-2,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	-0,1	0,4
Exportations	1288	0,1	0,1	1,5	2,0	0,8	1,4	12,6	5,7	5,5
Variations de stocks (en milliards de F 80)	-9,2	1,5	2,1	2,7	3,2	3,7	3,3	-9,2	9,4	15,8
Produits manufacturés										
Production	1843	1,4	0,6	0,4	0,7	0,0	0,9	4,7	4,8	2,4
Importations	808	2,7	1,0	1,8	1,6	2,9	1,2	9,8	9,9	8,1
Exportations	847	1,0	-1,3	1,1	1,4	1,2	1,4	13,9	6,8	5,2
Variations de stocks (en milliards de F 80)	-15	-2,4	2,4	3,0	3,6	4,4	4,3	-14,9	6,6	19,2

Sources : comptes trimestriels, prévisions OFCE.

3. Quelques résultats significatifs

	Evolutions trimestrielles						MA	GA	MA	GA	MA	GA
	1998,1	1998,2	1998,3	1998,4	1999,1	1999,2	1997	1998	1999	1999	1999	
Effectifs totaux (en milliers)	102,2	111	102	97	109	95	47	106	305	412	387	345
dont industrie	5	8	18	13	6	2	-50	-35	12	44	26	3
Demandes d'emploi non satisfaites (en milliers)	-36	-34	-29	-34	-40	-28	133	96	-58	-132	-120	-93
Prix à la consommation* (en %)	0,0	0,0	0,5	0,2	0,1	0,6	1,2	0,8	0,7	0,6	1,1	1,2
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,4	0,5	0,7	0,8	0,7	0,8	3,1	2,3	2,4	1,9	3,0	2,5
Ménages												
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	1,2	0,2	0,1	0,3	1,4	0,3	2,5	4,0	3,1	1,9	2,5	3,1
Taux d'épargne (en points)	15,0	14,5	13,9	14,0	14,0	13,9	14,6	14,3	13,9	13,9	13,9	13,9
Taux d'épargne financière (en points)	8,5	7,9	7,3	7,4	7,4	7,3	7,9	7,8	7,8	7,8	7,3	7,3
Entreprises												
Excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée (en points)	40,4	40,3	40,1	39,9	39,6	39,2	40,7	40,2	40,2	40,2	39,2	39,2
Taux d'autofinancement** (en points)	111,4	111,5	110,6	108,5	105,5	102,8	116,1	110,5	110,5	110,5	102,0	102,0
Administrations												
Capacité de financement/PIB (en points)	-3,6	-3,1	-2,5	-2,2	-2,4	-2,3	-3,0	-2,9	-2,9	-2,9	-2,3	-2,3
Taux de prélèvement obligatoire (en points)	45,8	45,9	46,3	46,5	46,3	46,4	46,2	46,1	46,1	46,1	46,3	46,3
Taux d'intérêt du marché monétaire (en points)	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,2	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4

MA : moyenne annuelle ; GA : glissement annuel

* Indice INSEE 295 postes ; ** Epargne brute/FBCF

Sources : comptes trimestriels, prévisions OFCE.

4. Les hypothèses d'environnement international et les soldes extérieurs

	Evolutions trimestrielles						Moyennes annuelles		
	1998,1	1998,2	1998,3	1998,4	1999,1	1999,2	1997	1998	1999
Demande de produits manufacturés adressée à la France (en %)	1,9	1,9	0,6	0,8	1,1	1,3	7,2	6,3	5,0
Prix des concurrents en devises (en %)	-0,9	0,2	0,9	1,5	2,9	1,8	-6,6	-1,9	7,0
Prix des importations d'énergie en \$	-24,6	-5,3	-9,0	0,0	3,3	4,0	-7,2	-32,1	2,4
Prix des importations en francs (en %)	-0,3	-0,8	0,0	0,1	0,0	0,8	1,6	-0,3	0,2
Prix des exportations en francs (en %)	0,0	-0,4	-0,2	0,3	-0,6	-0,3	1,6	0,3	-1,0
Solde des biens et services* (Mds de francs)	57,6	60,9	61,0	65,5	55,1	51,5	246,7	245,1	206,1
Solde des marchandises** CAF-FAB (Mds de francs)	36,9	31,7	29,4	29,4	20,6	17,0	146,0	127,3	66,8

*Au sens de la comptabilité nationale ; ** Au sens de la comptabilité nationale, y compris tourisme

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE, modèle Mosaïque à partir de 1998.2 (valeurs) ou 1998.3 (volumes).

Ces prévisions sont fondées sur l'accentuation de la tendance baissière de la durée du travail retracée par les comptes trimestriels depuis le début de la présente décennie. L'amorçage du dispositif sur les 35 heures pourrait même conduire à un déclin plus prononcé du temps de travail moyen. En cette hypothèse, les 225 000 créations d'emplois salariés prévues pour 1999 seraient dépassées.

S'ajoutant aux créations du secteur privé, les effectifs des secteurs non marchands progresseront significativement sous l'impulsion du dispositif « emplois-jeunes », institué à l'automne 1997. Les premières données indiquant que le programme se développe conformément aux prévisions, l'emploi non marchand aidé devrait s'accroître de 90 000 personnes en 1998 et de 105 000 l'année prochaine. La hausse de l'emploi total d'environ 410 000 personnes cette année et de 340 000 l'année prochaine, serait sans équivalent depuis trente ans. Elle sous-tend donc une baisse du chômage, elle aussi sans équivalent, de 130 000 cette année et de 90 000 l'année prochaine. Le taux de chômage au sens du Bureau International du Travail reculerait jusqu'à près de 11 % à la fin 1999, retrouvant alors le niveau qui était le sien au début de 1993.

La forte chute du cours des matières premières énergétiques ou industrielles, la baisse du dollar, et des coûts salariaux qui diminuent sensiblement, ont concouru à la stabilisation du niveau des **prix à la consommation** au début de 1998. L'inflation resterait très modérée en France, avec 0,6 % en glissement en 1998 et 1,2 % en 1999. Hors énergie, les prix à la consommation augmenteraient de 1 % au cours de chacune des années 1998 et 1999.

Depuis le début 1996, le pouvoir d'achat des **ménages** a sensiblement accéléré, principalement du fait du desserrement de la politique économique et du plus grand dynamisme du marché du travail. Sa progression se stabiliserait en 1998 et 1999. Durant cette période, les revenus d'activité seraient les sources de revenu les plus dynamiques. La forte progression de l'emploi accélérerait la masse salariale (2 % en moyenne annuelle en 1997, 3,2 % en 1998 et 3,5 % en 1999). Du fait de la prédominance des revenus d'activité sur les revenus de transfert, la confiance des ménages n'a cessé de progresser depuis le début 1996 et elle a atteint au mois de septembre son maximum depuis la création de l'enquête mensuelle, en 1987. Aussi, les variations du revenu expliquent-elles la progression de la consommation du deuxième trimestre 1997 au deuxième trimestre 1998.

Le retour de la confiance des ménages, la baisse des taux des prêts à l'habitat et l'arrêt de la baisse des prix continuent de favoriser l'investissement en logements. Les ventes de logements neufs des promoteurs approchent au deuxième trimestre 1998 les niveaux de 1990, dans un marché assaini : le stock de logements neufs, exprimé en milliers, n'a jamais été aussi bas, les prix repartent lentement à la hausse et le rapport entre les nouveaux crédits à l'habitat accordés aux ménages et leur revenu reste faible.

Depuis 1995 la **politique budgétaire** était déterminée par l'impératif de réduction du déficit public en deçà du seuil de 3 % du PIB. L'objectif ne pouvait pas être atteint sans une

forte rigueur budgétaire mêlant hausses d'impôts et baisses des dépenses. En 1997, malgré l'aubaine du versement de la soulte de France Télécom, liée à sa privatisation, il aura encore fallu accroître la pression fiscale et maintenir une croissance nulle des dépenses de l'Etat pour atteindre l'objectif. La plupart des analyses de la croissance économique en Europe au cours des dernières années convergent pour imputer une bonne part de la faiblesse de la croissance à cette rigueur budgétaire, qui a certes été compensée en partie par la baisse des taux d'intérêt.

A partir de 1998, une fois entériné le passage à l'euro, le gouvernement pouvait choisir entre trois stratégies budgétaires : poursuivre dans la voie de la rigueur pour ramener très rapidement le déficit au voisinage de zéro, avec l'objectif de constituer des marges de manœuvre suffisantes en cas de renversement de la conjoncture et de nouvelle récession. L'avantage de cette solution aurait été de rendre plus crédible le recours à l'arme budgétaire dans le futur, puisque l'on se plaçait dès lors dans une configuration compatible avec les engagements du pacte de stabilité. Son inconvénient consistait dans le risque du retour rapide de la croissance molle, alors que la reprise de l'activité avait été initiée en 1997 uniquement par le dynamisme de la croissance en dehors d'Europe, et alors que tout laissait prévoir que le ralentissement mondial impliquait l'extinction du moteur externe.

La seconde stratégie, volontariste, aurait consisté à donner une impulsion supplémentaire à l'activité pour effacer au plus vite les traces des années passées de croissance lente. Elle impliquait de maintenir à court terme le déficit au niveau des 3 % exigés par les critères et de renoncer à toute baisse supplémentaire dans l'immédiat. Une réduction plus forte des impôts aurait ainsi été possible, la croissance induite permettant par la suite une diminution régulière du déficit.

La troisième stratégie, finalement retenue par le gouvernement, consistait à mêler les objectifs et à construire un budget intermédiaire, permettant une baisse lente, mais immédiate, du déficit, ainsi qu'un relâchement modéré de la rigueur. Le budget pour 1999 présente ainsi peu de nouveauté : il marque le retour à la croissance du volume des dépenses de l'Etat, mais selon un rythme très faible (1 %) ; les impôts diminuent mais très légèrement (TVA sur les abonnements EDF, réforme de la taxe professionnelle). Du côté des finances sociales les dépenses continuent d'être contenues, un peu moins que les années précédentes, mais sans qu'aucune innovation importante ne soit envisagée (minima sociaux, statut étudiant, allocation dépendance...). Ainsi le gouvernement peut espérer réduire le déficit public en 1999 et constituer quelques marges de manœuvre en cas de ralentissement de l'activité. Dans cette éventualité, et si le ralentissement devait se faire sentir en cours d'année 1999, il lui faudrait sûrement agir au-delà du jeu des stabilisateurs automatiques. Il aurait sans doute là l'occasion d'utiliser quelques unes des idées qu'il n'a pas mises en œuvre dans ses projets de budget de l'Etat et de la Sécurité sociale. A condition toutefois qu'il accepte, et fasse accepter par nos partenaires européens, de rompre avec la logique comptable du pacte de stabilité.