

## Débat sur les perspectives

*Les prévisions occupent une place particulière dans le débat public en économie. Elles sont généralement considérées comme des prédictions, qualifiées fréquemment d'optimistes ou de pessimistes, comme si elles dépendaient de l'humeur des équipes qui les réalisent. Certes, en un sens, la prévision est un art tant elle dépend des signes précurseurs que nous livre le présent, de l'interprétation des évolutions en cours, de la capacité des économistes de sélectionner les informations pertinentes parmi celles, multiples, dont l'intérêt n'est qu'anecdotique. Mais elle est surtout une science puisqu'elle consiste à déduire des informations dont on dispose sur le présent une vision de l'avenir. Elle ne peut être formulée en dehors d'un cadre général d'interprétation, c'est-à-dire d'une théorie qui met en relation les informations que l'on privilégie et les variables que l'on cherche à prévoir.*

*Parmi ces informations, certaines, cruciales, ne sont pas vraiment disponibles car, pour l'essentiel, elles dépendent de décisions à venir et qu'il n'existe pas vraiment de théorie permettant de déduire des données existantes ce que seront ces décisions. Il faut donc formuler des hypothèses alternatives et retenir celles qui nous paraissent les plus vraisemblables. Dès lors, les erreurs de prévision peuvent avoir au moins trois origines : une insuffisance d'information sur le présent, une mauvaise spécification théorique, la non réalisation de certaines hypothèses. De surcroît, il existe une incertitude irréductible au sens où certains événements sont imprévisibles, alors même que leur conséquence sur l'activité économique est déterminante. Voilà pourquoi les chiffres associés à une prévision sont éminemment fragiles, qu'ils doivent être considérés comme conditionnels aux hypothèses que l'on formule, aux données dont on dispose et au cadre théorique dans lequel on raisonne.*

*Il m'a donc semblé nécessaire que les prévisions réalisées par l'OFCE soient publiées en même temps qu'un débat autour de ces prévisions. Cela offre le double avantage de rendre explicite le doute inhérent à tout exercice de prévision pour les raisons déjà exposées, et de participer au pluralisme nécessaire à l'indépendance et au sérieux des études économiques. Une prévision, pour rigoureuse qu'elle soit, n'est pas un exercice mécanique au terme duquel la vérité serait révélée, mais une « histoire » raisonnée du futur délivrant des résultats incertains. Il est utile d'en comprendre d'emblée les limites, pour ne point s'en servir comme d'un argument d'autorité, à l'instar de ce qui est trop fréquemment le cas.*

Jean-Paul FITOUSSI

## Participants au débat sur les perspectives à court terme du 29 mars 1999

Philippe Chalmin : SFAC (Société française d'assurance crédit)

Eric Chaney : Morgan Stanley Dean Witter

Jean-Paul Fitoussi, Olivier Passet, Christine Riffart, Henri Sterdyniak,  
Xavier Timbeau : OFCE

---

## L'économie internationale

Philippe Chalmin : Je partage l'optimisme général de la prévision de l'OFCE, internationale et française. Cependant le scénario international, rose, n'insiste peut-être pas suffisamment sur l'éventualité d'un krach boursier et ses conséquences économiques. Pourquoi, après être passé au bord du précipice en 1997-98, l'économie mondiale est-elle en train de reprendre avec autant de vigueur ? Pourquoi cet « heureux aveuglement des marchés », selon votre expression ? Il faut développer davantage ce paradigme de la troisième révolution industrielle, autour des technologies de l'information et des biotechnologies. Il faudra donner moins de place aux critères de production industrielle, qui deviennent moins référents dans la mesure où la frontière entre industrie et services est difficile à établir maintenant. Aux États-Unis, si l'on distingue les investissements dans les hautes technologies, on obtient la réponse à la question sur l'heureux aveuglement des marchés. On vit une époque nouvelle, qui rappelle la fin du XIX<sup>e</sup> siècle; cette période est un référent historique, davantage que ne l'est le jeudi noir d'octobre 1929. Il y a en effet une correspondance entre la fin du XIX<sup>e</sup> et la période actuelle : mondialisation, révolution industrielle, baisse des prix des matières premières (on disait déjà à l'époque : déflation), crise dans des pays émergents (à l'époque Russie, Argentine... ) et croissance économique (forte entre 1880 et 1910).

Ceci étant, le niveau intrinsèque de Wall Street est notre principale menace. Le texte de l'OFCE pose la question du krach boursier et souligne que l'impact d'une baisse des cours de 20 % sur la croissance économique serait modéré. On peut s'interroger sur deux choses : 20 % sont-ils suffisants ? Et surtout quels seraient les effets irrationnels de panique ? Rationnellement les

modèles ont probablement raison, mais irrationnellement, il peut y avoir des paniques : la crise russe de l'automne 1998 a failli provoquer une crise systémique alors que le PIB russe pèse pour presque rien dans l'économie mondiale.

Quelles causes pourraient déclencher le krach ? Un réajustement boursier violent ne viendra pas de l'intérieur mais de l'extérieur du système.

Sur trois questions l'analyse de l'OFCE me semble cependant insuffisante

- Le **Japon** : la prévision est trop optimiste. Il me semble que - 0,5 % sont plus réalistes que + 0,5 % en 1999. L'analyse est centrée sur la relance budgétaire, alors que la crise est morale et politique, donc durable, et pas seulement économique. La question majeure est : l'épargne japonaise pourrait-elle venir à manquer ? L'analyse de l'OFCE est trop institutionnelle.

- L'**Amérique latine** : la crise brésilienne n'a pas entraîné celle des autres pays. Mais les conditions sont peut-être réunies pour que le reste de l'Amérique latine lâche. Par exemple, que deviendra le *currency board* argentin ? Comment peut tenir le Mercosur avec la chute du réal ? Or l'Amérique latine est un élément important dans la rentabilité des entreprises et des banques américaines.

- L'**Asie** : effectivement la Corée, la Thaïlande et la Malaisie sont en train de retrouver un chemin de croissance. Mais on peut discuter les 8 % de croissance de la Chine en 1998. Quid de 1999 ? On peut s'interroger sur la dévaluation du yuan, qui mettait en cause la croissance de l'Asie.

Le risque financier existe donc. Une affaire du type LTCM, qui nous a fait passer au bord du gouffre en 1998, peut se représenter en 1999 ou 2000, alors qu'il n'y a toujours pas de système de sécurisation internationale. Le risque systémique demeure. Il faut citer enfin l'affaire de l'an 2000, même si elle est exagérée. Le scénario rose de croissance est certes le plus probable, mais il y a 20 à 30 % de chances que quelque chose de différent se produise en 1999, et le devoir du conjoncturiste est de dire que les choses peuvent se passer d'une autre manière.

En ce qui concerne quelques autres points.

- Pour les **États-Unis**, il y a accord global sur la prévision et sur la question : quand l'âge d'or se terminera-t-il ?

- Pour le **Royaume-Uni**, comme pour le Japon, il faut insister davantage sur les facteurs psychologiques, et donc être plus

néгатif : le Royaume-Uni est en croissance zéro entre mi-1998 et mi-1999.

• Pour les **matières premières**, il y a désaccord. Le pétrole à 10,5 dollars le baril en 1999, même prévu avant l'accord de l'OPEP, est trop pessimiste. L'offre va être réduite et le baril pourrait atteindre 13 dollars en moyenne et 15-16 dollars en fin d'année. Ce niveau de 15 dollars assurerait dans de bonnes conditions l'exploitation des nouveaux gisements et constituerait le nouveau prix d'équilibre à moyen terme du marché. Il y aura aussi un retournement des marchés de « commodités », qui est d'ailleurs déjà en cours pour les semi-conducteurs, l'acier, la pâte à papier etc. On est donc à la veille d'un mouvement tel que celui qu'on a connu fin 1993 - début 1994, de modification des anticipations des entreprises en matière de stockage. La corrélation est désormais claire entre le comportement des stocks et le prix des matières premières. La production *just in time* implique qu'il n'y a plus de stocks de produits finis; les stocks concernent les commodités en amont des filières, dont les prix sont instables, ce qui accentue les comportements d'anticipation des entreprises; lorsque les prix se redressent, il y a un mouvement de restockage qui s'auto-génère. Ce sera un point positif pour la conjoncture de 1999 et 2000.

• Pour l'**eurolande**, il est exagéré de dire qu'elle a flirté avec la récession. C'est vrai pour l'Allemagne, qui aurait connu deux trimestres consécutifs de baisse du PIB si le climat avait été mauvais et que la production du bâtiment avait chuté au début de 1999. L'Allemagne est donc passée à la limite de la récession, mais ce n'est pas le cas de l'Italie. Et la prospérité se maintient en péninsule ibérique, en Scandinavie, en Finlande etc.

En synthèse, j'adhère pleinement au scénario rose de l'OFCE, mais il y a un scénario noir potentiel, qui a un quart ou un cinquième de chances de se réaliser.

Eric Chaney : L'exercice international est excellent : il a la cohérence de l'utilisation intelligente des modèles, mais il en a aussi les limites.

• **Scénario et variantes** : avec des méthodes différentes, la prévision de Morgan Stanley est très proche de ce scénario. C'est bien un scénario, car on anticipe une reprise du commerce mondial au second semestre 1999, alors qu'on n'en a pas les prémisses; cette reprise ouvrirait des horizons très positifs pour la croissance en Europe, car celle-ci a plus souffert du ralentissement du commerce mondial que les États-Unis. Mais ce n'est qu'un scénario; ce qui m'a donc paru le plus intéressant, ce sont les

exercices variantiels, en particulier celui d'une correction de la Bourse américaine (- 20 % est une correction et non un krach), avec, ou non, contagion sur les marchés européens, et selon des hypothèses prudentes sur les effets de richesse. Cela fait donc partie de l'agenda des possibles à l'horizon 2000.

• La **conjoncture au printemps 1999** : il y a une difficulté sur l'estimation du point de départ de mars 1999. La conjoncture actuelle du commerce mondial est moins bonne que supposé par l'OFCE. L'exercice réalisé sur l'estimation provisoire de la croissance française, et qui conduit à réviser en hausse sensible les chiffres de 1998, me semble contestable; par expérience, lorsqu'il y a un très fort ralentissement industriel, les comptes nationaux ratent les virages conjoncturels. Or le ralentissement date du début de 1998 et s'est accentué en fin d'année. Il y a donc une divergence sur le point de départ. Elle dépend de l'analyse du commerce mondial, donc d'une part des demandes intérieures et des comportements de stocks, et d'autre part des compétitivités relatives. La demande finale est très forte aux États-Unis; elle s'est stabilisée en Asie, voire même redressée dans les pays qui étaient entrés les premiers en crise de change (Corée, Thaïlande) car l'ajustement des balances courantes a été très rapide. En revanche, la demande intérieure recule en Amérique latine; en Chine, elle baisse, si l'on en juge par les importations; les pays d'Asie qui n'ont pas dévalué sont dans une situation difficile (Hongkong, Singapour) ; et au Japon, la demande privée s'effondre : les salaires baissent, la masse salariale ralentit, le taux d'épargne monte; seule demeure la stimulation gouvernementale. En 2000, nous envisageons une récession.

• En **Europe**, la demande intérieure est soutenue : la consommation est forte, non seulement en France mais dans toute l'Europe de l'Ouest. La confiance des consommateurs remonte en Italie et les résultats de l'Allemagne sont plus élevés que prévus à la fin de 1998.

Mais la situation se dégrade en Europe centrale et orientale; or cette zone est cruciale pour l'Europe de l'Ouest : jusqu'à un passé récent, c'est de là qu'est venue la croissance extérieure. Dans tous les pays qui comptent pour les exportations de l'Europe de l'Ouest, les productions industrielles baissent, témoignant de la récession en cours. L'impact de l'implosion russe sur l'Europe centrale et orientale a été sous-estimé. Par exemple, la Pologne a certes réorienté son commerce avec l'Ouest, mais 10 % de ses exportations demeurent tournées vers l'ex-URSS.

Au total, le désaccord sur le point de départ explique l'écart de prévision pour l'Europe en 1999.

• Les **États-Unis** : la prévision de l'OFCE se situe entre deux scénarios; l'hypothèse de *soft landing* (de 3,5 % en 1998 à 2,6 % en 1999 et 2,5 % en 2000) repose en effet beaucoup sur l'acquis. Les questions demeurent.

Existe-t-il une bulle réelle dans l'économie ? L'évaluation de la capacité de production manufacturière, non pas à partir du stock de capital mais de façon pragmatique par le taux d'utilisation des capacités utilisé comme déflateur de la production, conduit à un résultat surprenant : la capacité manufacturière américaine, qui augmentait régulièrement et indépendamment du cycle de 2,5 % par an jusqu'en 1994, augmente depuis sur une pente de 6 %. Est-ce soutenable ? Est-ce le fondement d'une croissance potentielle plus forte, non seulement dans les services grâce aux nouvelles technologies mais également dans l'industrie ? L'OFCE suppose implicitement une croissance potentielle élevée, de 2,75 %, et une résorption de l'*output gap*. La politique monétaire, restrictive, conduit donc au *soft landing*. Mais si la croissance potentielle est de 3,5 %, il n'y aura pas de ralentissement économique; le PIB pourrait s'élever de plus de 3,5 % en 1999 et de plus de 3 % en 2000, indépendamment des corrections boursières.

La fonction de production n'est plus ce qu'elle était, grâce aux technologies de l'information, mais on est démuni pour l'analyser. On sait que 50 % des investissements concernent ces technologies. On sait aussi que c'est la seule région du monde où la capacité manufacturière se développe fortement : en Europe elle progresse seulement de 1 à 1,5 % par an, et elle baisse au Japon.

Est-ce une bulle à la coréenne, où la capacité s'élève parce qu'on contrôle son banquier ? Non. Est-ce un cercle vicieux, dû au fait que le coût du capital baisse car la Bourse monte, donc on investit plus, donc on offre davantage de perspectives de croissance, ce qui fait monter la Bourse et serait donc caractéristique d'une bulle ? Où bien est-ce un réel changement ? On ne peut que formuler des questions, à ce stade. Mais je serai plus enclin à penser qu'on pourrait avoir un scénario plus élevé pour les États-Unis.

• Les **monnaies asiatiques** : une variante très intéressante de l'exercice de l'OFCE concerne les gains de compétitivité des pays asiatiques dus aux dépréciations monétaires. On peut même se demander si elle ne devrait pas être intégrée au compte central; on se situe déjà dans cette phase où les pays asiatiques qui sortent les premiers de la crise, gagnent en compétitivité aux États-Unis et en Europe, grâce à la baisse de leurs prix de production et à une politique commerciale agressive. Ce qui se

produit aux États-Unis va concerner très vite l'Europe, et peut-être même la concerne déjà; en effet, comment comprendre autrement le paradoxe entre le pessimisme des industriels, y compris dans les secteurs de biens de consommation, et la confiance des ménages, sinon par le fait qu'une partie du regain de consommation de biens manufacturés profite à l'Asie ? On le perçoit également par les variations des balances commerciales bilatérales entre l'Asie et les autres; la variation du solde commercial entre l'Europe et l'Asie a été plus forte que celle entre les États-Unis et l'Asie. Les consommateurs européens œuvrent ainsi à la reprise du commerce mondial. La concurrence asiatique jouera pleinement, avec les quatre à six trimestres de retard habituels.

. En ce qui concerne le **pétrole**, la prévision de Morgan Stanley était à 12 dollars pour juin (mais on est déjà au-delà) et 15 dollars pour décembre. La prévision de l'OFCE est manifestement trop basse. Les marchés ont pris au sérieux l'accord de l'OPEP, d'autant qu'il a été paraphé par des non OPEP importants (Mexique, Norvège, Oman). L'équilibre offre/demande peut-il être déplacé ? Oui en statique, mais c'est moins probable en dynamique. L'impact sur la croissance économique est certes faible. Mais l'effet sur l'inflation, et donc la politique monétaire, est plus important. Avec un prix du pétrole plus élevé, l'inflation totale sera plus forte, même si l'inflation sous-jacente continue de ralentir.

. La **politique économique européenne** est-elle adaptée aux besoins ? Si la Banque centrale européenne ne prend pas conscience que la tendance de l'inflation continue de baisser indépendamment de la conjoncture (raisons institutionnelles, déréglementation etc.) elle risque de commettre une erreur en croyant que la baisse de l'inflation n'était due qu'aux matières premières et au cycle.

Le *policy mix*, qui a été correct en 1998, deviendrait restrictif en 1999 si on restait à des taux nominaux de 3 %. Nous prévoyons que la Banque centrale européenne ne s'occupera pas du cycle, observera l'inflation et évitera une hausse des taux d'intérêt réels. Le risque existe donc d'un équilibre moins coopératif en 1999.

Les politiques économiques structurelles doivent aussi être analysées. Elles n'ont pas réalisé le passage en changes fixes avec l'euro, et donc l'intensification de la concurrence entre tous les acteurs, producteurs, syndicats et gouvernements. Conserver des taux d'imposition marginaux invariants montre cette incompréhension. Les syndicats italiens, qui ont accepté de considérer l'inflation européenne et pas seulement italienne dans les négociations salariales, prouvent au contraire qu'ils ont assimilé les

implications d'un régime de change fixe. Les politiques structurelles devraient impérieusement baisser les taux d'imposition marginaux du travail et du capital.

Au sein de la zone euro, des restructurations très importantes ont lieu; elles sont nationales pour les banques (du fait des effets sur l'emploi) et transnationales pour l'industrie; les effets sont négatifs à court terme *via* l'emploi, mais positifs à moyen terme car la production sera plus efficace; l'exemple américain en témoigne, où, grâce aux restructurations opérées auparavant, l'emploi manufacturier augmente désormais davantage qu'en Europe.

Jean-Paul Fitoussi : Une hypothèse pourrait expliquer la croissance américaine et même des perspectives favorables en Europe : c'est l'inflexion du *trend* de productivité. N'oublions pas que le ralentissement de la productivité a davantage fait souffrir les économies industrialisées que le choc pétrolier. Ses conséquences furent défavorables en matière de profitabilité des entreprises et d'évolutions salariales. La prise de conscience de cet abaissement du *trend* a été tardive, car il est toujours difficile d'intégrer les mouvements de long terme du progrès technique. Il se peut qu'aujourd'hui on assiste à une tendance inverse de redressement de la tendance, d'où une croissance potentielle plus forte aux États-Unis, puis en Europe avec quelques années de décalage en raison du retard d'investissement. Cela pourrait justifier un scénario rose.

En ce qui concerne les changes, on a effectivement le sentiment que les gouvernements n'ont pas intégré les changements induits par la monnaie unique, comme s'ils avaient oublié les raisons pour lesquelles ils ont fait la monnaie unique.

Henri Sterdyniak : En ce qui concerne les États-Unis, trois scénarios sont possibles.

. Celui de notre projection de l'automne : on considère que les facteurs déséquilibrants qui ont soutenu la croissance (niveau exceptionnel de la Bourse, effets d'encaisse réelle, déséquilibre extérieur etc.) entraîneront une correction et donc un ralentissement économique. La datation étant difficile, nous n'avons retenu ce scénario qu'en variante, en lui attribuant d'ailleurs une probabilité beaucoup plus faible qu'il y a six mois.

. Un scénario très optimiste où la demande intérieure continue de s'élever, où l'offre continue d'être dynamique grâce au nouveau ressort industriel, et où les marges de manœuvre du point de vue



de la politique monétaire et de la politique budgétaire sont importantes. Il nous a semblé difficile de prolonger la hausse de la Bourse, les effets de richesse etc.

. Un scénario médian, que nous avons retenu, où le ralentissement de la demande intérieure est dû à l'épuisement des facteurs antérieurs de dynamisme. L'heureux aveuglement est auto validant ; il n'y a donc pas de rupture, mais un simple ralentissement.

**Olivier Passet** : Le Japon est effectivement pour longtemps en crise. Dans les précédentes chroniques, on a beaucoup commenté les facteurs structurels de la crise, sans renouveler cette analyse cette fois-ci. Mais il faut aussi comprendre pourquoi, parmi les cinq ou six années de récession grave, l'année 1996 a dégagé une croissance de 5,2 % : l'effet budgétaire de relance à court terme fut en effet important. Il peut se reproduire par le biais des investissements publics ou des organismes de crédit public. On peut donc envisager une prévision optimiste à court terme, dans un scénario pessimiste à long terme. Le pari reste mesuré. Beaucoup disent qu'il est inutile de regarder le contenu des pactes budgétaires parce qu'ils ne sont plus crédibles, que le multiplicateur ne joue plus et qu'on ne sait pas grand chose de la tendance potentielle sous-jacente. Mais on voit, *a contrario*, que lorsque l'impulsion budgétaire s'est interrompue en 1997, l'effet récessif a été très rapide et très marqué ; il y a donc un véritable soutien. La tendance de fond de notre scénario reste cependant pessimiste.

**Eric Chaney** : Notre prévision, se fondant aussi sur l'impulsion budgétaire et le multiplicateur, conduit à une croissance positive au premier semestre 1999, ce qui est une prévision originale ; mais la masse salariale baisse et le taux d'épargne s'élève, ce qui entraîne une nouvelle récession en 2000. Sur le Nikkéi, l'analyse technique conduit à souligner sa sous-évaluation actuelle, donc son potentiel de hausse. Si le yen se stabilise, ce sera positif pour le Nikkéi ; en revanche, s'il se déprécie, afin d'utiliser cet instrument en faveur du redémarrage économique, ce sera négatif pour le Nikkéi.

**Christine Riffart** : Notre scénario pour l'Amérique latine est très pessimiste ; la dégradation de la fin 1998 a un effet d'acquis important. La récession sera forte au Brésil et en Argentine : mais celle-ci n'abandonnera pas son *currency board* ; elle est même prête à dollariser son économie pour éviter d'en sortir sous la pression de la crise. Le choc de la contrainte de change est très dur, mais l'Argentine est prête à aller très loin dans l'ajustement de son

appareil productif. Elle est pourtant très pénalisée par un commerce intra-firmes avec le Brésil développé, qui subit de plein fouet les effets de la dévaluation du réal.

Eric Chaney : Le *currency board* est tenable car l'Argentine est une des rares économies où les salaires nominaux peuvent baisser.

Christine Riffart : Les prévisions sur le pétrole sont effectivement très basses, et sont fondées sur un équilibre offre/demande où la demande est plus faible que celle anticipée par l'Agence internationale de l'énergie. De ce point de vue, il est peu probable que les prix se maintiennent au niveau actuel de 14-15 dollars, même après l'accord de Vienne, qui provoque probablement des effets d'annonce. Il est vrai cependant que nos prévisions sont pessimistes.

Henri Sterdyniak : Sur l'Asie, nous avons supposé un redressement modéré : certes la compétitivité est accrue, mais il ne faut pas sous-estimer les efforts technologiques réalisés en Europe et surtout aux États-Unis.

Christine Riffart : Les reprises de la demande en Asie et donc du commerce régional, ont un effet porteur. Les gains de parts de marché resteront importants en 1999 et 2000. Ils sont déjà sensibles en 1998 : par exemple, la Corée a conquis des parts du marché automobile occidental.

Henri Sterdyniak : En ce qui concerne les PECO, nous avons souligné l'impact dépressif de leur ralentissement sur l'Europe en général et l'Allemagne en particulier. Enfin, en ce qui concerne le *policy mix* en Europe, nous sommes pessimistes car nous constatons le défaut de coordination, l'absence d'impulsion de la croissance et l'impuissance liée à des discours budgétaires et monétaires différents. L'harmonisation des politiques fiscales et des politiques sociales serait pourtant nécessaire, pour éviter la spirale vers le bas dans le cadre des changes fixes.

Jean-Paul Fitoussi : Cette position est celle de beaucoup d'économistes à l'OFCE, mais elle est extraordinairement minoritaire. Au contraire, la concurrence fiscale est le plus souvent considérée comme positive : elle semble être souhaitée dans le cadre de l'Union monétaire.

Philippe Chalmin : Il faudra bien faire une réforme fiscale. Or les politiques sont timorés et préfèrent la stratégie des petits pas. Prôner la concurrence est peut-être réaliste : quand on voit la difficulté à assumer le dossier fiscal en France, ou à mettre en cause les paradis fiscaux en Europe, on peut se dire qu'on rêve en souhaitant une harmonisation.

Eric Chaney : Si la concurrence fiscale permet de faire baisser les taux d'imposition marginaux, c'est une bonne chose pour la croissance potentielle.

---

## L'économie française

Philippe Chalmin : Le scénario concernant la France me paraît excellent. Le trou d'air industriel de la fin de 1998 est peut-être plus dans les têtes que dans la réalité. Ma critique sera donc que la prévision de l'OFCE n'est pas assez optimiste, en particulier sur deux plans.

La prévision d'investissement des entreprises (2,6 % en 1999 après 6 % en 1998) est trop timorée; il faudrait maintenir le rythme de croissance de 1998, d'autant qu'un effet « an 2000 » jouera très positivement en 1999. En second lieu, pourquoi la contribution des stocks est-elle négative dans la prévision de l'OFCE (- 0,1 point) ? Certes il s'agit d'une variable d'ajustement; mais si les prix des matières premières augmentent, les anticipations des entreprises deviendront positives et il y aura une reconstitution des stocks, comme en 1994, où la contribution positive des stocks a atteint 1,3 point pour une croissance du PIB de 2,6 %. Si l'on admet en 1999 une contribution positive, même faible de 0,2 à 0,3 point, et un investissement un peu supérieur, la croissance du PIB atteindrait 3 %.

Je partage également l'optimisme pour 2000, même s'il faut rappeler le risque d'un krach boursier américain, qui se répercuterait en Europe.

A propos de quelques autres points.

• Sur les **35 heures**, il me semble que l'extrapolation des résultats actuels pour 1999 est trop optimiste; 60 000 créations d'emplois en 1999 et 180 000 fin 2000 me semblent excessifs. En revanche, il y a bien une corrélation entre la RTT et le moral des français :

la loi ne créera pas d'emplois mais crée une impression de bonheur et c'est essentiel; des emplois induits peuvent en résulter.

- Sur les **emplois-jeunes** : il faudrait souligner les difficultés spécifiques des jeunes non diplômés.

- La **politique budgétaire** est implicitement jugée peu courageuse. On peut en effet souligner la hausse de l'impôt sur le revenu, l'absence de politique familiale, la hausse des salaires des fonctionnaires, l'absence de maîtrise des dépenses de santé et la gestion limitée des équilibres. Cela n'est pas très courageux, alors qu'existe un espace économique et politique pour aller plus loin. Cette faiblesse du volontarisme gouvernemental est la critique majeure que l'on peut faire, alors que des marges de manœuvre existent.

Eric Chaney : il y a un accord avec l'OFCE sur quatre points.

- Le comportement des **ménages**, en particulier la baisse du taux d'épargne financière.

- L'écart à la **production potentielle**.

- L'**investissement** : sa croissance sera ralentie car le commerce mondial influence la composante cyclique de l'investissement; or celle-ci reste concentrée dans l'industrie manufacturière, l'investissement dans les services étant nettement moins cyclique.

- Le comportement des **stocks**.

En revanche, il y a désaccord sur d'autres questions.

- Le **PIB** : l'OFCE prévoit 2,6 % en 1999 et Morgan Stanley prévoit 2,1 % ; l'écart se réduit en 2000, année pour laquelle nous prévoyons une croissance d'au moins 3%. Nous nous rejoignons sur la pente, mais pas sur la moyenne.

- L'analyse de la **conjoncture du premier semestre 1999** : l'OFCE me semble trop optimiste pour la production industrielle, qui redémarre dès le second trimestre, ce qui est contradictoire avec les enquêtes de conjoncture. Je crois peu au fait que le moral ne baisserait que dans les têtes, indépendamment des faits réels. On a actuellement une convergence des opinions sur la demande et sur les perspectives de production; on voit, de plus, réapparaître la mauvaise surprise d'une dégradation des anticipations : lorsque la croissance décélère, les industriels surestiment généralement ce qui va se passer; c'est ce que l'on constate actuellement en

observant qu'un écart négatif est réapparu entre l'anticipation faite il y a trois mois et l'appréciation actuelle sur la production récente, qui est moins bonne qu'anticipée.

La prévision de l'OFCE est calée sur un début d'année qui ne se réalisera pas.

• **L'inflation** : la prévision de l'OFCE est surprenante, puisqu'elle combine une prévision élevée des prix (+ 0,7 %) avec un faible prix du pétrole. Tous les facteurs structurels vont dans le sens de la désinflation.

La baisse des prix de l'automobile va être importante. Or c'est l'un des rares marchés de biens manufacturés qui n'est pas lié au commerce mondial et qui est encore segmenté géographiquement. Les barrières commerciales qui subsistent encore dans le Sud de l'Europe vont tomber au 1<sup>er</sup> janvier 2000, donc pour le millésime de juillet 2000.

Les biens homogènes, c'est-à-dire ceux qui se différencient principalement par les prix, ont une part croissante dans le commerce mondial. Ce qui compte pour la fixation de leurs prix, ce n'est pas l'*output gap* local, encore moins un équilibre partiel, mais bien l'équilibre global. Or l'*output gap* mondial actuel est béant, qu'on le mesure par le commerce international, par la production industrielle ou par le chômage.

Les facteurs de déréglementation jouent également dans le sens d'une baisse des prix.

• C'est important pour l'analyse du *policy mix*; vous considérez que la politique budgétaire n'est pas assez stimulante, et nous sommes en désaccord sur ce point. Vous considérez aussi que la politique monétaire devrait être plus stimulante et nous sommes d'accord, mais une des raisons est que l'inflation sera plus basse que prévue. Notre prévision d'inflation était de 0,3 % et elle passera à 0,5 % avec un prix du pétrole relevé à 14 dollars le baril. La prévision de l'OFCE passerait à 1 % avec un pétrole réévalué à 14 dollars (au lieu de 10,5). Un demi point d'écart est significatif sur les taux d'intérêt.

• **L'emploi** : je me demande si vous ne sous-estimez pas le rôle de la flexibilité dans les créations d'emplois. Le modèle du marché du travail français devient dual, de plus en plus rigide du côté des CDI et de plus en plus flexible du côté des CDD. Mais c'est cette seconde composante qui s'est développée, depuis dix ans, et qui a été une source déterminante des créations d'emplois de 1997-1998. Ce facteur structurel est sous-estimé et l'accent sur la politique économique volontariste est trop marqué.

Il y a d'autre part un parti pris sur les **35 heures**; c'est un jugement que je ne partage pas. L'effet sur l'emploi me semble surestimé et l'impact budgétaire est peut-être sous-estimé. On risque en effet d'avoir des effets d'aubaine des aides d'ici le 30 juin, en particulier dans les PME, avec un coût budgétaire plus élevé qu'escompté et un effet sur l'emploi plus factice qu'on ne le pense.

Xavier Timbeau : Les critiques faites rejoignent les problèmes que nous nous sommes posés dans la réalisation de la prévision.

• Le **hiatus** entre l'industrie et le reste de l'économie : il existe certes des enquêtes pessimistes dans l'industrie, mais d'autres éléments vont en sens inverse : créations d'emplois, revenus élevés, hausse de la consommation et de l'investissement. Pour concilier ces deux tendances, le caractère sectoriel de notre modèle de prévision a été utile. Nous avons construit un scénario pessimiste pour l'industrie au premier trimestre 1999, d'où la contribution négative des stocks. Mais il y a une dynamique autonome de la croissance : l'industrie finira par rejoindre le reste de l'économie car elle est portée par la demande intérieure. Le trou d'air ne concerne que l'industrie et ne la touche que temporairement; mais le « hoquet », choisi comme titre du texte, peut effectivement se répéter...

• La **compétitivité** : la hausse du dollar renforce la compétitivité française en 1999 et atténue les gains de compétitivité asiatiques. De plus, la spécialisation française est bonne et permet de limiter les pertes de parts de marché industrielles.

• Les **prix** : la prévision élevée se fonde sur une reprise du prix des matières premières (même si la prévision est basse pour le pétrole), un dollar élevé, et des prix des produits non industriels qui rejoignent le sous-jacent. Les prix industriels baissent. En l'absence de choc sur les prix, la baisse du chômage et les créations d'emplois limitent la désinflation supplémentaire.

• La **politique budgétaire** n'est pas féroce critiquée. Elle est jugée molle, n'utilisant pas les marges de manœuvre dégagées. Aucune réforme de fond sur les impôts ou les dépenses n'est entreprise.

• Les **35 heures** : nous supposons qu'il y a une mise en œuvre effective de la loi; nous savons qu'il y aura des effets d'aubaine, les entreprises cherchant à signer des accords d'ici juin; mais nous faisons confiance aux salariés pour que la baisse de la durée du travail ait un effet sur l'emploi. Il y a six mois la question était

de savoir s'il y aurait blocage, et non de savoir comment la loi serait adaptée dans les entreprises; aujourd'hui on peut dire que les entreprises sont effectivement entrées dans le processus de négociation des 35 heures. Donc l'impact sera significatif sur l'emploi; le chiffre est discutable, mais il faut souligner qu'en février dernier 10 000 emplois étaient entrés dans un cadre conventionné, hors entreprises publiques. Nous avons prolongé cette tendance.

L'impact budgétaire des 35 heures a été pris en compte, et même de façon accentuée car il y a un décalage entre le moment où les entreprises recourent aux subventions et le rythme des créations d'emplois. L'impact budgétaire est donc rapide.