

Chronique de conjoncture

La concurrence, frein et moteur de l'investissement *

L'activité économique européenne s'est sensiblement redressée depuis un an. Le meilleur environnement monétaire, dont elle bénéficie, en raison de la hausse du dollar et de la détente des politiques monétaires, a d'ores et déjà un effet réel marqué. Les parts de marché à l'exportation des pays européens auparavant affectés par la force de leur monnaie, l'Allemagne en tout premier lieu, remontent enfin, si bien qu'au premier semestre 1997 la reprise de leur activité bénéficie pleinement d'un commerce mondial dynamique, qui a retrouvé un rythme de l'ordre de 8 % l'an. La solidité du redressement européen n'est cependant pas complètement acquise. Les projets d'investissement des entreprises européennes sont positivement orientés et révisés en hausse au cours de 1997, mais de grands pays, comme l'Allemagne, la France et l'Italie, sont à la traîne dans ce mouvement. La progression de la consommation privée est irrégulière et vulnérable aux résurgences de comportements de précaution. Afin de lever ces hésitations, il revient aux banques centrales d'user de leur pouvoir d'influence pour stabiliser les taux de change au voisinage de cours désormais jugés collectivement satisfaisants.

La croissance américaine est toujours entraînée par l'ensemble des composantes de la demande. Une correction transitoire du fort stockage devrait intervenir dans la seconde partie de l'année, sans qu'il annonce un retournement de la demande finale. Les entreprises américaines participent à l'auto-entretien de la croissance par des investissements qui améliorent leur efficacité productive et permettent de concilier la hausse des profits et les créations d'emplois. L'accélération de la croissance en 1997 est facilitée par le caractère assez accommodant de l'émission de liquidités. La Réserve fédérale devrait cependant réaffirmer une attitude préventive, se traduisant par un resserrement monétaire limité d'ici la fin 1997. Le ralentissement de la croissance en 1998 (2,6 % après 3,8 % en 1997) recouvre une certaine harmonie entre l'adaptation des agents privés au réglage monétaire et la crédibilité de ce dernier. Ces perspectives sont compatibles avec une stabilisation du dollar à un cours permissif pour la consolidation de la croissance européenne (1,9 DM en 1998).

* Cette chronique a été élaborée à l'OFCE sous la responsabilité de Philippe Sigogne. La partie internationale a été établie par Jacky Fayolle avec la collaboration d'Hélène Baudchon, Odile Chagny, Amel Falah, Olivier Passet, Christine Riffart, la partie française par Gérard Cornilleau et Françoise Milewski avec la collaboration de Carine Bouthévillain, Valérie Chauvin, Eric Heyer, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux et Xavier Timbeau.

Une fois passés les achats d'anticipation suscités par la hausse de la TVA en avril, l'activité japonaise a lourdement rechuté au printemps. Elle s'avère très vulnérable au sevrage budgétaire que lui impose la cure d'austérité décrétée par le gouvernement. La détente monétaire n'est pas suffisamment incitative pour dissuader les agents privés de leur préférence pour l'épargne et compenser l'impact dépressif de la politique budgétaire. Le comportement de précaution des ménages fait d'autant plus sentir ses effets en 1997 qu'ils subissent une hausse de prélèvements fiscaux et sociaux équivalente à 2,5 % de leur consommation sur l'ensemble de l'année fiscale. Le principal soutien de l'activité reste la dépréciation du yen. Les exportateurs ont cessé de perdre des parts de marché depuis l'an dernier. L'impact de la crise monétaire asiatique resterait localisé et ne serait pas suffisant pour remettre en cause la contribution positive du commerce extérieur à la croissance japonaise pour 1998.

La croissance britannique s'est accélérée depuis la fin 1996 pour évoluer à un rythme de l'ordre de 4 % l'an. La demande interne en est le principal soutien. La consommation des ménages bénéficie des gains de pouvoir d'achat et de l'optimisme des salariés. Après une phase d'attentisme en 1996, l'orientation positive de l'investissement se confirme. Mais les effets restrictifs de la forte appréciation de la livre vont à l'encontre de cette accélération. La perte de compétitivité, jointe à un policy-mix soucieux de contenir toute résurgence inflationniste, remettra la croissance dans la moyenne européenne. La progression du PIB, après 3,5 % en 1997, reviendra à 3 % en 1998.

L'activité est bien orientée en Allemagne au premier semestre 1997, sous l'influence expansive des débouchés extérieurs et grâce à une compétitivité améliorée. En contrepartie, la consommation des ménages continue à pâtir du recul de l'emploi tandis que l'investissement des entreprises est encore freiné par la modération de la demande interne. La situation de l'emploi devrait cependant s'améliorer au second semestre 1997 et la consommation en bénéficierait progressivement. La politique monétaire ne devrait pas freiner ce redressement de la demande intérieure, si les facteurs ponctuels qui expliquent une accélération transitoire de l'inflation ne sont pas indûment extrapolés. Grâce au relais pris par la demande intérieure et sous l'hypothèse d'une politique budgétaire modérant son caractère restrictif, la croissance allemande pourrait atteindre 2,5 %, puis 3,3 % en 1998.

En France, l'activité redémarre lentement, principalement grâce à la contribution du commerce extérieur. La demande intérieure reste bridée par la poursuite du déstockage, l'atonie de la consommation et le repli de l'investissement. Le point bas de l'activité est cependant derrière nous. La croissance du PIB marchand serait de 2,1 en 1997 et de 3,3% en 1998.

Les échanges extérieurs constituent cette année encore l'élément le plus dynamique de croissance du PIB. Les exportations profitent à la fois d'une demande extérieure dynamique et de l'évolution favorable des taux de change. L'excédent de la balance commerciale continuerait donc de s'am-

plifier et la capacité de financement de la Nation serait excédentaire de plus de 2 points de PIB cette année et de près de 3 points l'an prochain.

Le ralentissement de l'activité a freiné l'investissement d'extension des capacités de production et les entreprises ont différé le renouvellement de leurs équipements. Les entreprises ne connaissent pas de blocage d'ordre financier, mais affectent leurs ressources à un autre usage que les dépenses en capital. La permanence de taux d'intérêt réels longs élevés constitue un frein à la reprise de l'endettement. Elle entame également la profitabilité du capital physique mis en œuvre et, par là, s'oppose à l'engagement de dépenses nouvelles. Mais, en 1998 l'investissement des entreprises pourrait redémarrer. La baisse des prix de production dans l'industrie manufacturière s'interrompt, ce qui permettrait une nette décade des taux réels et le redressement des dépenses d'investissement, à un niveau modeste toutefois au regard du repli passé.

Après une année 1996 médiocre, le pouvoir d'achat du revenu des ménages accélérerait en 1997 puis en 1998. Le poids des prélèvements obligatoires dans le revenu se stabiliserait à 23 % en 1997 et s'élèverait de 0,4 point en 1998. Les revenus d'activité s'accéléraient, portés surtout par la reprise de l'emploi en 1998 pour la masse salariale et le regain d'activité des entrepreneurs individuels. En revanche, la croissance des prestations sociales resterait faible. La consommation se redresserait, grâce au revenu et au regain de confiance des ménages. Le taux d'endettement des ménages resterait relativement modéré. Aussi ne seraient-ils pas amenés à épargner davantage pour réduire leur endettement.

Le ralentissement des prix cesserait à l'horizon de la prévision. La remontée des cours des matières premières et celle du dollar met un terme à la baisse des prix de production dans l'industrie. Mais les coûts salariaux restant faibles, la hausse des prix à la consommation des produits manufacturés serait encore très modérée.

L'amélioration déjà constatée de l'emploi salarié devrait se confirmer à la faveur de la consolidation de la reprise, notamment dans l'industrie. En ce qui concerne le chômage, les perspectives semblent meilleures. La croissance du chômage devrait ralentir d'ici à la fin de l'année, pour s'interrompre au premier semestre de l'année prochaine. Sur l'ensemble de 1998, une baisse du nombre de chômeurs est possible. Mais, au regard du volume des créations d'emplois, elle serait modeste, la population active augmentant toujours vivement durant les phases de réanimation du marché du travail.

Avec le changement de gouvernement, la politique budgétaire a connu deux infléchissements. Le premier, relatif à l'équilibre global du budget, a consisté à ralentir le rythme de réduction du déficit, celui-ci n'atteignant que 3,1% du PIB en 1997. Le projet de budget pour 1998 s'appuie, quant à lui, pour l'essentiel, sur l'augmentation spontanée des recettes et sur la croissance, pour assurer la stabilisation du déficit autour de 3 % du PIB. Les dépenses sont stabilisées en volume. Le second concerne les baisses d'impôts programmées par le gouvernement Juppé qui sont annulées.

Dernière étape avant l'euro

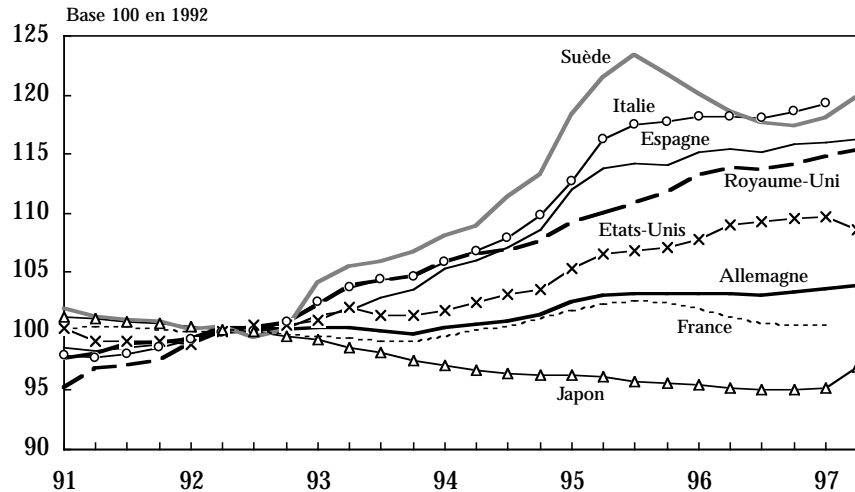
Une conjoncture favorable à la mise en place d'un euro stable...

A l'approche de l'échéance de 1998, la situation conjoncturelle de l'Europe s'est sensiblement améliorée depuis un an, de pair avec une convergence accrue des performances nationales, notamment sur le plan nominal. L'amélioration s'inscrit dans les indicateurs d'activité des pays européens : production industrielle, carnets de commande, taux d'utilisation des capacités. Le principal facteur de cette évolution positive n'est cependant pas pleinement maîtrisé par les européens, puisqu'il s'agit de l'évolution des taux de change à l'échelle mondiale, alors qu'au sein même de l'Europe certains freins à l'expansion demeurent encore serrés.

Depuis le début des années 1990, les fluctuations monétaires, dans un contexte de plus en plus concurrentiel, avaient induit des contraintes de prix très inégales sur les participants à l'échange international. Les pays européens n'ont manifesté aucune unité à cet égard. Exprimés en monnaie nationale, leurs prix à la production industriels ont évolué de manière disparate jusqu'à la fin 1995 (graphique 1). Les pays à monnaie dite forte, comme l'Allemagne et la France, ont connu, certes moins intensément que le Japon, des pressions à la baisse de ces prix, encore vigoureuses en France au cours de 1996 et au début de 1997. Ils n'ont pu, pour autant, éviter dans un premier temps une dégradation de leur compétitivité, tangible lorsque tous les prix sont mesurés en dollars (graphique 2). Les industriels des pays européens qui ont géré leurs devises avec plus de souplesse ont pu assurer leur rentabilité par des hausses de prix assez prononcées, tout en contrôlant leur compétitivité.

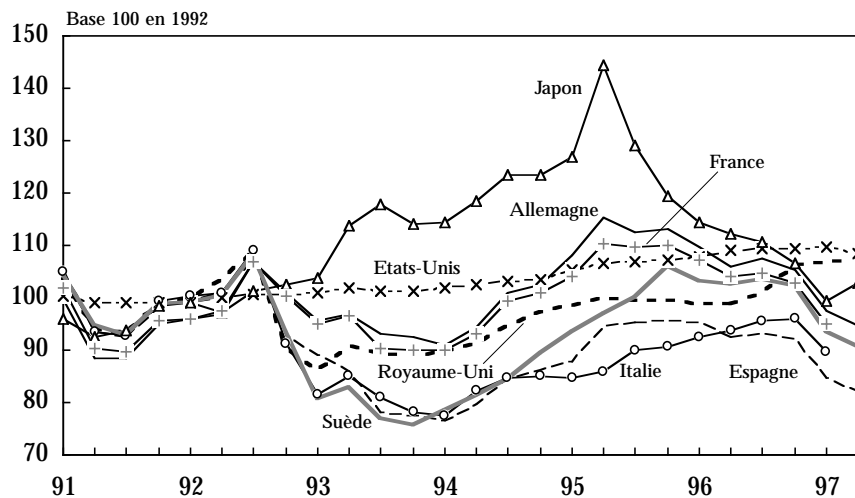
Depuis un à deux ans, cette configuration s'est modifiée, en raison de la remontée du dollar et de la stabilité retrouvée au sein du SME, si bien que les conditions de formation des prix ont retrouvé une certaine unité en Europe. La faible inflation, aux stades de la production comme de la consommation, reçoit une confirmation générale (graphique 3), tandis que les prix relatifs à la production entre pays européens se sont stabilisés et que le cours revalorisé du dollar leur assure collectivement une compétitivité convenable à l'échelle mondiale. S'il y a bien un critère qui ne fait pas problème pour l'unification monétaire, c'est celui de l'inflation (seule la Grèce fait encore exception). Les marchés semblent avoir au demeurant pris en compte cet état de fait, si l'on considère qu'il n'est pas étranger à la convergence tout aussi généralisée des taux longs nominaux.

1. Prix à la production manufacturiers, en monnaie nationale



Sources : OCDE, calculs OFCE.

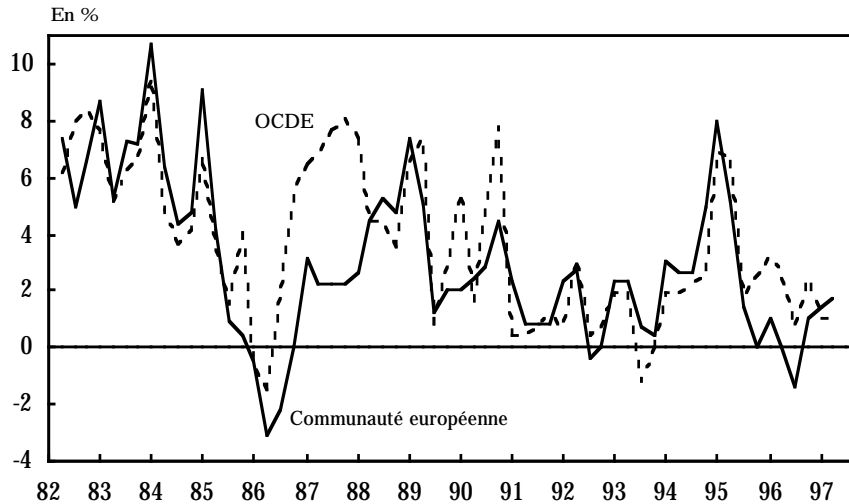
2. Prix à la production manufacturiers, en dollars



Sources : OCDE, calculs OFCE.

Ce meilleur environnement monétaire et nominal a d'ores et déjà un effet réel marqué. Les parts de marché à l'exportation des pays européens auparavant affectés par la force de leur monnaie, l'Allemagne en tout premier lieu, remontent enfin (graphique 4), si bien qu'au premier semestre 1997 la reprise de leur activité bénéficie pleinement d'un commerce mondial dynamique, qui a retrouvé un rythme de l'ordre de 8 % l'an. Les cours boursiers européens sont stimulés par les anticipations de profit correspondantes. Plongés dans des marchés mondiaux plus

3. Variation trimestrielle annualisée des prix à la production (en monnaies locales)



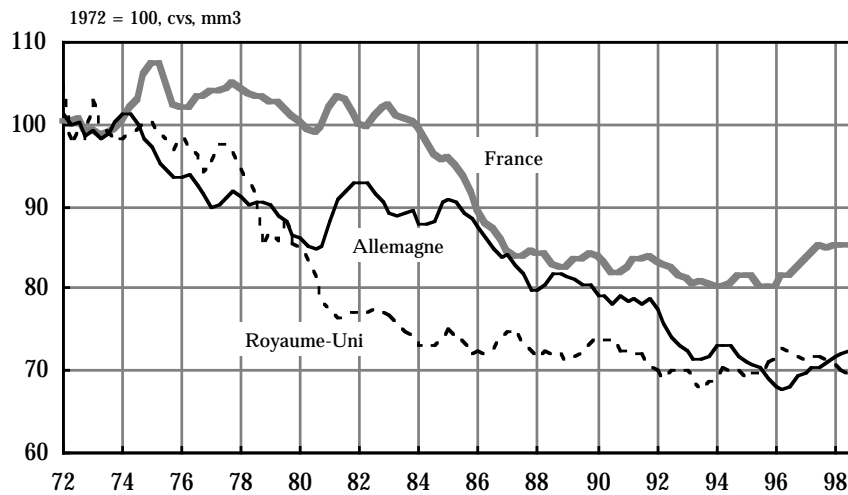
concurrentiels, les économies nationales s'avèrent très sensibles aux incitations qu'exercent les prix. De multiples indices tendent à le montrer, qu'il s'agisse d'une plus forte sensibilité apparente des commerces extérieurs allemand et japonais à la compétitivité-prix, de la faible réactivité de l'inflation américaine à l'accélération de la croissance, ou enfin de la rapidité avec laquelle certains NPI asiatiques ont ressenti une contrainte nouvelle de compétitivité, suscitée par l'ancrage plus ou moins rigide de leurs monnaies sur le dollar.

Pourtant, tous les bienfaits attendus pour l'Europe d'un compromis monétaire qui lui est favorable ne se manifestent pas aussi spontanément qu'on aurait pu le souhaiter. Il semblait que les entreprises européennes, émergeant d'une longue phase quasi-déflationniste de désendettement, feraient confiance aux perspectives consolidées de prix et de profit pour renouer avec un comportement plus offensif. Cet enchaînement, s'il n'est pas absent, se met néanmoins en place avec lenteur et hésitations. Les projets d'investissement des entreprises européennes sont positivement orientés et révisés en hausse au cours de 1997, mais les grands pays, plus précisément le trio significatif formé de l'Allemagne, de la France et de l'Italie, est à la traîne dans ce mouvement (graphique 5). Ce sont aussi les trois pays (Grèce toujours mise à part) qui ont le plus de mal à respecter en 1997 le critère de déficit public... Il est bien sûr logique que les petits pays européens, largement ouverts sur l'extérieur, bénéficient plus d'une reprise prioritairement tirée par l'exportation, mais le sort des grands pays témoigne d'inhibitions internes à l'Europe.

Certes, la configuration des taux de change n'est pas exempte d'incertitudes. La remontée du dollar a été trop rapide pour qu'elle ne suscite pas la crainte d'un retournement tout aussi brusque, chaque fois que la tendance haussière hésite. Pourtant, la hausse du dollar depuis son point bas de la mi-1995 ne paraît réductible ni à un aléa spéculatif, ni aux seuls déterminants conjoncturels. Ces derniers jouent bien sûr, tant que le dynamisme de la croissance américaine maintient le décalage entre les

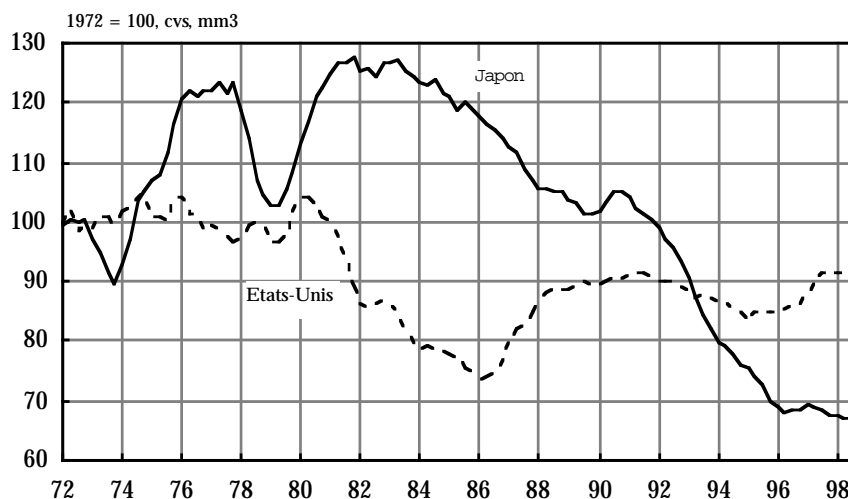
4. Part de marché à l'exportation des produits manufacturés

a) Allemagne, France, Royaume-Uni



Sources : OCDE, Bundesbank, estimations et prévisions OFCE.

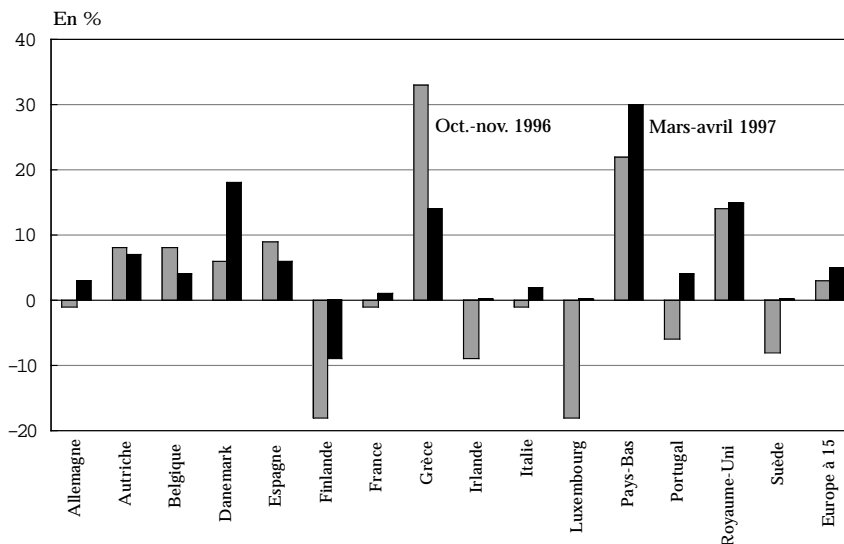
b) Etats-Unis, Japon



Sources : OCDE, Bundesbank, estimations et prévisions OFCE.

niveaux d'activité des Etats-Unis et de l'Europe et que les gestions monétaires l'inscrivent dans la différenciation des taux d'intérêt à court terme. Mais la chronique de conjoncture d'avril 1997, qui avait correctement anticipé le redressement du dollar du printemps et de l'été, soulignait que le nouveau compromis monétaire plus favorable à l'Europe reposait aussi sur un mouvement plus fondamental. Le dynamisme persistant de la croissance et la réduction structurelle du déficit public aux Etats-Unis améliorent la confiance des détenteurs de capitaux dans la solvabilité de l'économie américaine. La poursuite des apports de capitaux privés aux Etats-Unis en témoigne. Le cours d'équilibre anticipé du dollar à long terme s'en trouve d'autant revalorisé, même s'il continue à porter la trace des déficits courants cumulés. Il est évidemment difficile d'évaluer ce cours d'équilibre, d'autant qu'il n'est pas indépendant des jugements et des anticipations des différents intervenants sur le marché des changes. C'est sans doute sur ce point que la responsabilité des Banques centrales est en jeu et qu'elles peuvent faire preuve, au travers d'une action et d'une coopération bien dosées, d'un pouvoir d'influence contribuant à stabiliser les taux de change entre les principales devises au voisinage de cours jugés collectivement satisfaisants. Le démarrage de l'Euro s'en trouvera au demeurant facilité, car le débat entre euro fort ou euro faible perd ainsi de son acuité, au profit tout simplement d'un euro stable.

5. Variation prévue du volume de leurs investissements par les industriels entre 1996 et 1997



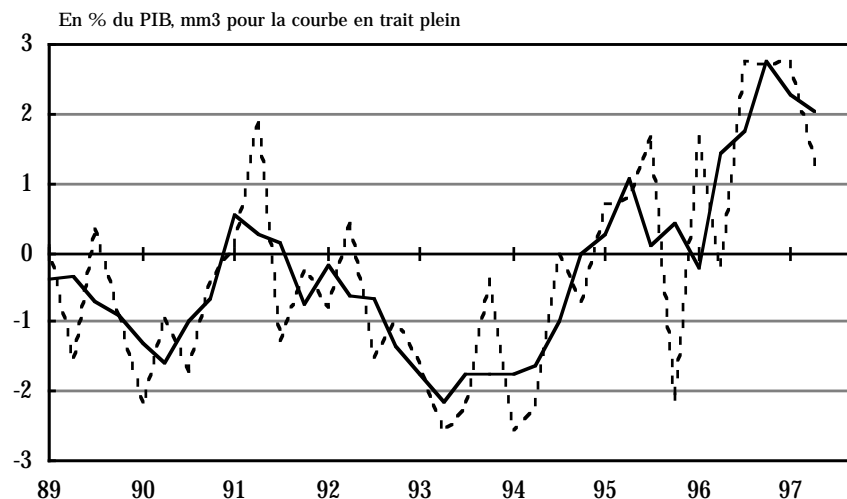
Source : Commission européenne.

... si les arbitrages monétaires et financiers consolident la nouvelle configuration des taux de change...

Les marchés financiers internationaux se caractérisent toujours par un haut degré de liquidité. Pour l'heure, le besoin de financement du marché américain, principale zone d'appel, est couvert sans mal et les récents arbitrages en défaveur de certains pays émergents accentuent encore cet avantage de liquidité (graphique 6). Au premier semestre, les Etats-Unis demeurent dans la configuration exceptionnelle qui perdure depuis plus de deux ans, les flux nets d'investissement direct et de portefeuille (4 % du PIB) excédant en moyenne largement le déficit courant (2 %). Dès lors les conditions de formation des rendements à long terme demeurent toujours détendues, et, jusqu'en septembre, les taux à dix ans ont confirmé le mouvement de baisse engagé depuis la fin mai. Un épisode haussier transitoire a interrompu cette tendance en été, probablement imputable aux ventes destinées à éponger des pertes subies en Asie. Le ralentissement des prix aux Etats-Unis a par ailleurs atténué les craintes d'un resserrement supplémentaire de la politique monétaire, perspective dont le marché obligataire a tiré profit. Enfin du côté du principal pourvoyeur de liquidité, le Japon, les déconvenues sur l'activité ont différé toute perspective de hausse des rendements, ainsi que d'un recours des entreprises au financement externe. Aussi, les investisseurs japonais, toujours en quête de rendements plus favorables que sur leur marché domestique, continuent à approvisionner abondamment les marchés internationaux.

Conformément à ce qui était pressenti lors de la dernière chronique, la hausse d'un quart de point du taux des FED-Funds en mars n'a pas

6. Balance de base * des Etats-Unis



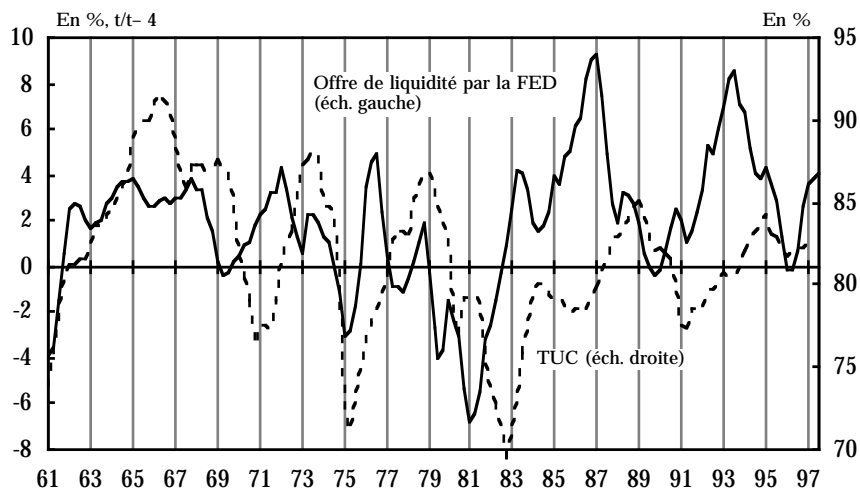
* Approximée ici comme la balance courante accrue des flux nets d'investissement direct et de portefeuille
Source : US Department of Commerce.

constitué le prélude à un resserrement encore plus marqué, par paliers successifs, de la politique monétaire américaine. Contrairement à un jugement alors courant qui la considérait trop souple, son caractère déjà préventif avait été souligné et permettait d'éviter un tour de vis supplémentaire. Le niveau des taux paraissait en ligne avec les signaux habituels qu'incorpore la FED dans la définition de sa politique. En dépit d'une croissance plus forte que prévu, le constat de l'absence d'une dérive inquiétante des tensions inflationnistes persiste globalement.

On peut cependant s'interroger sur l'adéquation actuelle de l'émission de « liquidité primaire »¹ par la FED. Cette émission, à la source du mécanisme de multiplicateur du crédit, avait entamé un net mouvement de décélération au cours des trois dernières années. Or, l'évolution plus récente, depuis le milieu de 1996, montre que la banque centrale a lâché du lest, évitant de brider la croissance par un rationnement excessif du refinancement des banques de second rang (graphique 7). De ce point de vue, la politique quantitative de la FED a pris une tournure plus accommodante que prévu et diffère la perspective d'un repli marqué du crédit à l'économie. Elle laisse ainsi se resserrer les tensions sur les marchés des biens et du travail et l'inflation effective revenir à proximité de 3 % l'an, après le freinage des prix d'importation dû à la hausse du dollar.

La correction envisageable de cette évolution laisse augurer une marche supplémentaire de hausse des taux courts américains au tournant

7. Offre réelle de liquidité par la FED* et taux d'utilisation des capacités industrielles



* Déflatée par le prix du PIB.

Sources : Federal reserve System, US Department of Commerce.

1. La *high power liquidity* agrège la monnaie fiduciaire et les liquidités émises par la banque centrale en contrepartie de ses opérations sur le marché des changes et du refinancement sur l'*open-market*.

de 1997 et 1998. Le dollar pourra alors reprendre son orientation haussière, pour se stabiliser à 1,9 DM et 130 yens, une fois que les risques de dépréciation des actifs, liés au resserrement des conditions monétaires, seront circonscrits. Un risque transitoire de dépréciation des actions est en effet signalé par l'important écart entre les taux d'intérêt réels à long terme et le rendement des actions. Cette configuration rend le Dow Jones vulnérable en cas de retournement haussier des anticipations sur les taux d'intérêt, anticipations qui restent cependant aujourd'hui très minoritaires sur le marché, comme en attestent les rendements à terme. Une fois ce risque éloigné, le dollar bénéficiera de la conjonction favorable de taux baissiers, sources de plus-values en capital, et d'un écart de rendement néanmoins positif par rapport aux marchés européens et japonais.

Les hypothèses de politique monétaire retenues en Allemagne et au Japon évacuent tout resserrement qui mordrait effectivement sur l'activité. Sur l'archipel, la révision du rythme de croissance et l'impératif de redressement des finances publiques confortent un scénario de détente monétaire prolongée, qui allège le besoin de constitution de provisions pour créances douteuses, en raison des profits bancaires que cette détente engendre. Outre-Rhin, le niveau du chômage et le rythme sous-jacent de l'inflation n'incitent pas à faire l'hypothèse d'une inflexion fortement restrictive avant la fin de période de prévision. Le faible niveau de départ des taux courts réels, voisins de 1 %, permet cependant d'envisager une remontée progressive des taux courts, au cours de la période de prévision, qui ne handicaperait pas vraiment l'amélioration de l'activité. Cette hypothèse de modération prend cependant le risque de supposer que la Bundesbank réagisse faiblement aux tensions instantanées sur l'offre, alors que l'Allemagne n'a plus, en Europe, d'avantage significatif en matière d'inflation et que le mark donne des signes de faiblesse. La faible accumulation passée de capital en Allemagne rend en effet le taux d'utilisation des capacités particulièrement sensible à la moindre accélération de la production. L'hypothèse de modération suppose la prise en compte du poids du chômage structurel et de la sous-accumulation du capital, alors que ces facteurs ne font pas partie intégrante de la réaction traditionnelle de la banque centrale. Elle repousse également le risque de perturbation que susciterait une inflexion trop restrictive à la veille de la fixation des parités des devises constitutives de l'euro.

... et si les politiques européennes œuvrent à la consolidation des facteurs internes de l'expansion continentale

Les politiques monétaires européennes ont leur rôle à jouer dans la consolidation d'un environnement qui finisse par convaincre les agents

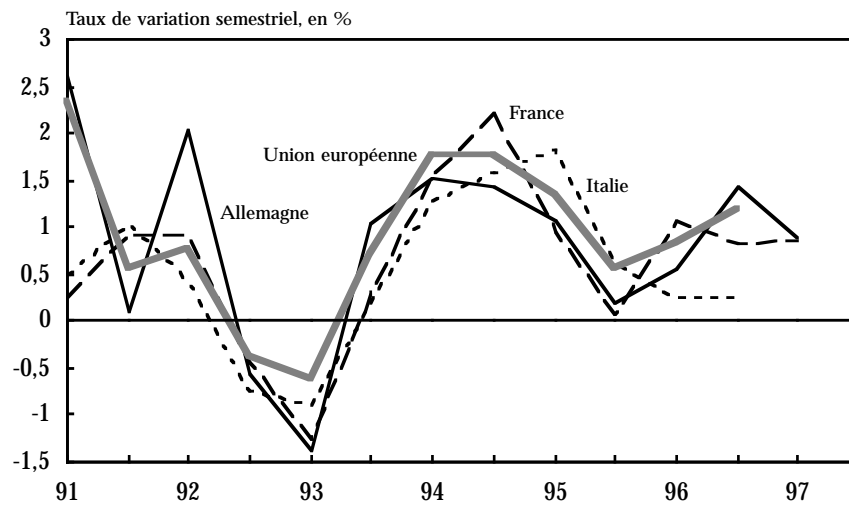
privés d'un comportement plus offensif. Si ces politiques sont globalement relâchées, avec des taux courts nominaux aux alentours de 3 % dans les pays du « noyau dur », l'appréciation mérite aussitôt des nuances. Des pays comme l'Espagne et l'Italie, qui auront à faire leurs preuves jusqu'à la veille de l'instauration de la monnaie unique, gardent leurs taux courts à proximité des taux longs, si bien que l'ensemble des taux réels, aux différentes échéances, reste élevé (de l'ordre de 4 à 6 %). Plus généralement, dans l'ensemble de l'Europe, les banques centrales semblent avoir atteint la limite de leur action sur les taux longs nominaux : les taux à dix ans descendent péniblement en-dessous de 6 %. Cette rigidité nominale à la baisse, qui laisse subsister des taux réels appréciables, renvoie à la concurrence des rendements internationaux et aux délais nécessaires à la convalescence de systèmes bancaires fragilisés. Enfin, la baisse des taux courts européens est, pourrait-on dire, une baisse par défaut, qui relève moins de l'action volontariste des banques centrales que de la faiblesse générale de la demande de crédit de la part des agents privés. La réflation monétaire de l'activité est à peine engagée en Europe, si on en juge par l'évolution des agrégats de crédit et de monnaie. Cette situation laisse sourdre des interrogations sur l'attitude des banques centrales lorsque le retour de l'expansion paraîtra plus assuré qu'il ne l'est aujourd'hui. Les hypothèses centrales de cette chronique ne retiennent pas cependant l'idée de mauvais réflexes, c'est-à-dire d'un raidissement trop rapide et inopportun des politiques monétaires européennes, sous influence allemande.

La reprise européenne, bien que nette depuis le début 1997, repose en effet sur des déterminants trop déséquilibrés pour ne pas bénéficier de soins attentionnés. Si la plupart des pays peuvent être considérés en phase de reprise, l'intensité du mouvement est inégale et l'expansion européenne peine à être pleinement synchronisée. L'inégalité de sa diffusion au sein du continent est notamment fonction de la sensibilité de chaque pays à l'entraînement exercé par l'expansion du commerce mondial. La progression de la consommation privée est irrégulière et vulnérable aux résurgences de comportements de précaution, car la confiance des consommateurs européens reste hésitante. Au demeurant, ce sont les industries de biens de consommation qui sont en retrait de la réactivation industrielle. L'engagement d'une vague d'achats de biens de consommation durables, sans laquelle le cycle conjoncturel serait bien amorti, n'est aujourd'hui pas acquis. Il est vrai que les aides publiques au secteur automobile, en Espagne, France et Italie, ont, en quelque sorte, mis « la charrue avant les bœufs ».

Il s'agit là d'un problème qui relève de la régulation macroéconomique, et non simplement de dérèglements sectoriels. La courbe des variations du PIB de l'Union européenne et des trois grands pays membres à la traîne de la reprise continentale illustre les soubresauts de la croissance européenne autour d'une tendance très médiocre depuis le

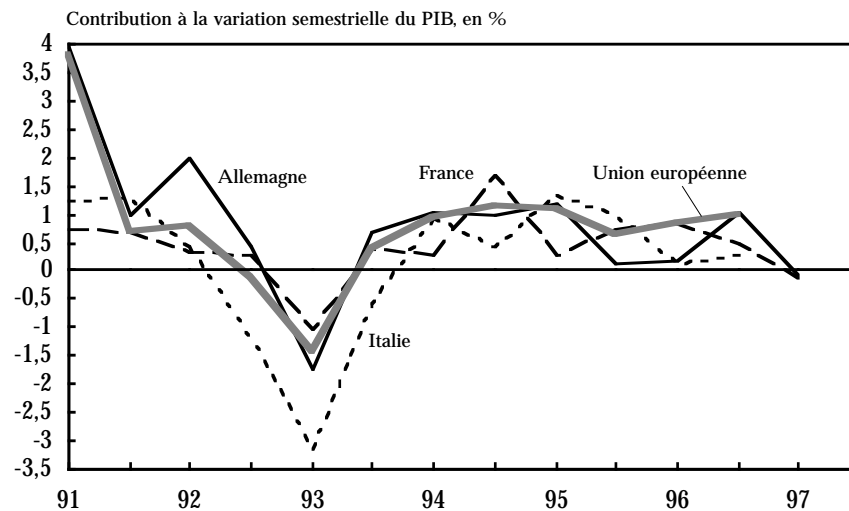
début des années 1990 (graphique 8). Depuis le début 1996, les taux de croissance sont de nouveau nettement positifs, sans qu'ils aient atteint pour autant ceux qui avaient été enregistrés durant la reprise de 1994, au demeurant fugitive. La courbe des variations de la demande intérieure (hors stockage) de l'Union et de ces mêmes pays indique un obstacle fondamental à l'accélération de la reprise européenne. Il n'apparaît guère possible de parler de reprise de la demande intérieure européenne (graphique 9) : celle-ci, depuis la sortie de la récession de 1993, ne par-

8. Variations semestrielles des PIB



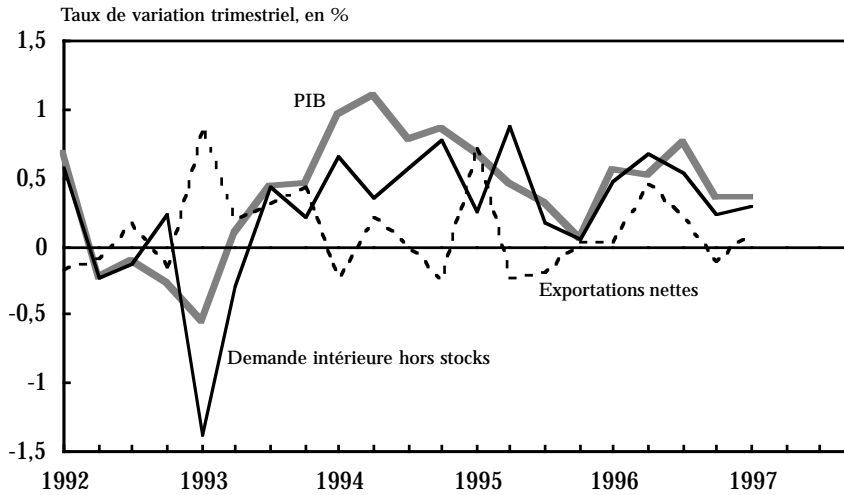
Sources : OCDE, calculs OFCE.

9. Variations semestrielles des demandes intérieures



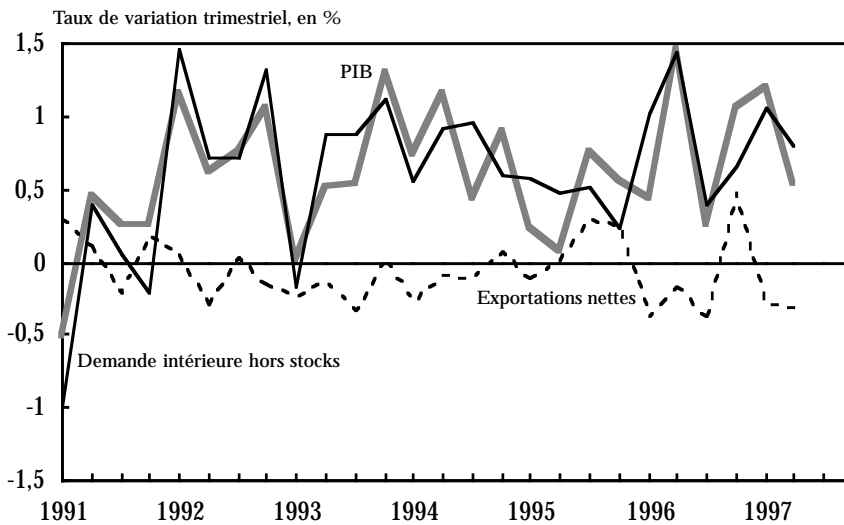
Sources : OCDE, calculs OFCE.

10. Variations trimestrielles du PIB européen et contributions des demandes interne et externe



Sources : OCDE, calculs OFCE.

11. Variations trimestrielles du PIB américain et contributions des demandes interne et externe



Sources : OCDE, calculs OFCE.

vient pas à se hausser durablement au-delà d'un rythme de 2 % l'an. Son dynamisme aurait même plutôt tendance à faiblir depuis l'accélération de 1994. Elle stagne au premier semestre 1997. Ce sont les mouvements des exportations et des stocks qui accentuent les fluctuations assez erratiques du PIB européen, tandis que la tendance très médiocre de la demande intérieure finit par s'inscrire dans celle du PIB. A l'échelle de

l'Union, la demande intérieure agrégée devient en effet, une fois consolidé le commerce intra-européen, le principal déterminant du PIB. L'opposition avec les modalités de la croissance américaine est claire : aux Etats-Unis, la trajectoire du PIB apparaît, à moyen terme mais aussi à court terme, étroitement couplée à celle de la demande intérieure (graphiques 10 et 11).

Il serait peu pertinent d'attribuer une cause unilatérale à la médiocrité de la demande intérieure européenne. La confiance hésitante des consommateurs et l'irrégularité de la consommation privée, la modération de l'investissement des entreprises, toujours attentives à l'ajustement de leurs bilans, et les perspectives maussades d'emploi, l'orientation restrictive des politiques budgétaires interagissent de telle sorte qu'aucun facteur de libération de cette demande intérieure ne joue aujourd'hui de manière décisive. Ceci fait peser une hypothèque sur l'accélération de l'expansion européenne, trop dépendante d'un environnement international porteur. Si le dollar se stabilise courant 1998 au voisinage de 1,9 DM et si le dynamisme du commerce international est confirmé aux alentours de 8 % l'an, sans être outre mesure affecté par les effets de la crise monétaire asiatique, l'Europe peut certes escompter pour 1998 une accélération portant sa croissance aux alentours de 3 % l'an : c'est bien la nature des hypothèses retenues par cette chronique. Mais, outre la conditionnalité de cette tendance, on voit mal comment l'Europe pourrait consolider cette trajectoire sans que la demande intérieure des pays membres n'y participe plus vivement. Et ce soutien de la demande intérieure éviterait de devoir compter sur un euro déprécié, alors que son cours envisageable, compte tenu des taux de change qui devraient prévaloir lors de son introduction, paraît pleinement compatible avec une croissance européenne plus forte.

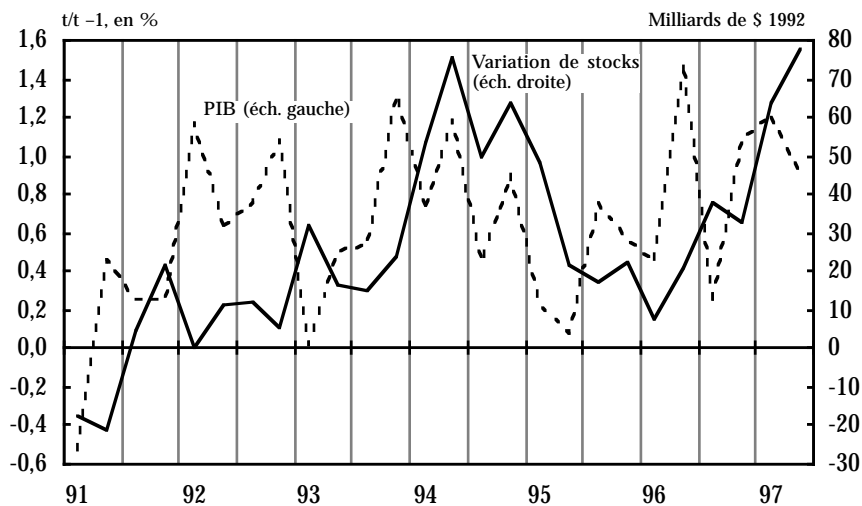
Etats-Unis : croissance, emplois et profits ! ²

L'économie américaine est en accélération continue depuis le palier du premier semestre 1995. Les excellentes performances déjà acquises en début d'année et la bonne orientation des indicateurs conjoncturels permettront à l'année 1997 d'être un cru particulièrement bon. Tirée par la consommation des ménages au premier trimestre, elle-même alimentée par la progression des salaires et des dividendes, la croissance a été soutenue par l'investissement productif et les exportations au deuxième. La caractéristique commune à l'ensemble du premier semestre est la forte progression du commerce extérieur, importations comme exportations, et le stockage important.

2. Pour une analyse plus complète de la croissance américaine, voir Hélène Baudchon « Le modèle américain : une reconversion réussie mais inachevée » dans ce même numéro de la *Revue de l'OFCE*.

Ce dernier point mérite discussion. Si le mouvement de stockage, tel qu'il est aujourd'hui évalué par les comptes nationaux, rappelle en ampleur celui de 1994, il ne paraît pas exactement de même nature (graphique 12). En 1994, il avait accompagné avec retard les fluctuations du PIB alors qu'aujourd'hui, il semble plus anticiper la vigueur toujours attendue et non démentie de la demande finale. L'attention à une mesure plus étroite des stocks manufacturiers et commerciaux relativise au demeurant le stockage récent, qui apparaît alors bien moindre qu'en 1994. Les ratios stocks sur ventes ne paraissent pas révéler enfin d'excès de stocks, à la différence de 1994. L'ensemble de ces informations amène à envisager sereinement la correction transitoire du stockage qui apparaît probable au troisième trimestre. Ce ne sera pas un élément annonciateur d'un retournement plus général de la demande finale.

12. PIB et variations de stocks aux Etats-Unis



Source : Département du commerce.

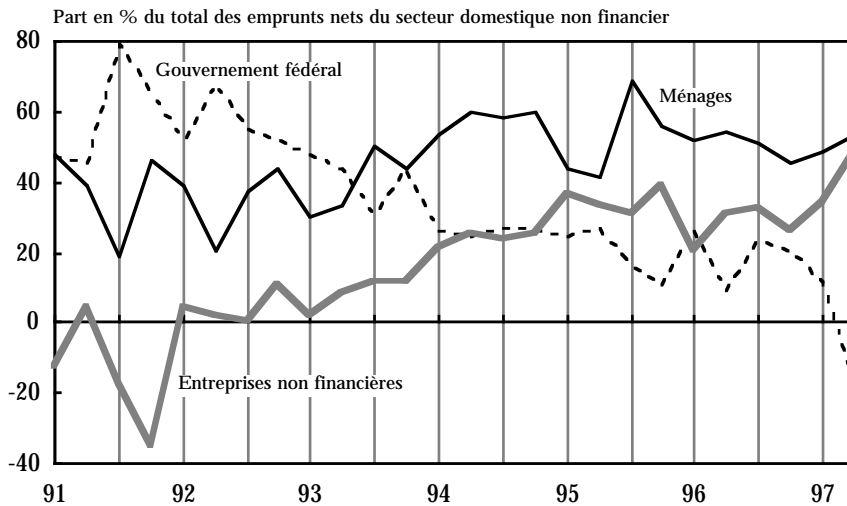
La forte pénétration des importations, complémentaire au mouvement de stockage, met en évidence le dynamisme de la demande intérieure mais aussi les limites de l'offre domestique face à une sollicitation importante de l'appareil productif. Cette hausse des importations ne devrait cependant pas être interprétée indépendamment de celle, également prononcée au premier semestre, des exportations. La montée en charge de l'ALENA et le retour de l'expansion mexicaine intensifient probablement les échanges croisés entre les deux rives du Rio Grande. Néanmoins, la vulnérabilité aux importations amène à s'interroger sur la nature et l'efficacité de l'effort d'investissement mené depuis le début de ce cycle. Si la faible progression du taux d'utilisation des capacités de production s'explique pour partie par le recours aux importations, elle tient aussi au fait que la forte progression de l'investissement semble

avoir privilégié l'obtention de gains de productivité, y compris sur le capital. La modernisation des processus productifs au travers de l'informatisation massive de certaines tâches diminue le coût du capital, en raison de la baisse des prix des équipements informationnels, et élève son efficacité. Ces investissements de modernisation élèvent ainsi les capacités de production. La croissance de ces dernières reste en adéquation avec les besoins, si bien que les risques d'un retournement brutal de l'investissement productif en raison d'excès de capacités semblent réduits. L'environnement concurrentiel, renforcé par la pression des actionnaires, est tel que la maîtrise des coûts et les gains de productivité globale s'imposent pour concilier la hausse des profits et la poursuite des créations d'emploi. Les entreprises y réussissent assez bien, si l'on en juge par la hausse continue de leur taux de marge au cours de la longue phase d'expansion des années quatre-vingt-dix, même si le ralentissement de cette hausse indique peut-être le plafonnement prochain de ce taux. Il reste que les entreprises n'avaient pas connu une expansion aussi bénéfique depuis la vague de prospérité des années soixante.

L'accélération de la croissance sur la première moitié de l'année 1997 est facilitée par l'absence de tensions entre l'offre et la demande de crédit. Les investissements des entreprises, de moins en moins autofinancés, profitent de la disponibilité du système bancaire à leur égard. Alors que les banques ont commencé de resserrer les termes de leurs prêts aux ménages, les conditions d'endettement restent favorables pour les entreprises en raison de bonnes conditions de solvabilité. Les ménages continuent néanmoins de s'endetter, le net ralentissement du crédit à la consommation au début 1996 ayant ensuite fait place à une stabilisation de son rythme. La réduction des emprunts du gouvernement fédéral explique bien sûr la facilité avec laquelle le système financier répond à la demande de crédit (graphique 13).

L'abondance des liquidités implique que la morsure de la politique monétaire sur l'activité réelle ne se fera pas sentir de manière significative avant 1998, même si la banque centrale réaffirme une attitude préventive. Les indicateurs conjoncturels, quoique tous très bien orientés, ne laissent pas craindre de surchauffe. Certains d'entre eux (délais de livraison, taux d'utilisation des capacités de production, commandes non satisfaites) indiquent cependant des tensions un peu plus fortes, laissant attendre un retour progressif de l'inflation sur un rythme moyen approchant 3 % l'an. La faiblesse persistante du taux de chômage et l'accélération du salaire horaire nominal joueront également dans le même sens, de manière retardée, à partir de l'automne. Dans la mesure où la Réserve Fédérale a conscience de ces délais d'ajustement, un resserrement monétaire préventif d'ici la fin de l'année 1997 devrait empêcher toute accélération excessive de l'inflation et garantir le retour en douceur de la croissance à proximité de son rythme potentiel. La confiance actuelle des agents privés et publics se nourrit de l'idée que l'économie américaine

13. Répartition des emprunteurs sur le marché du crédit aux Etats-Unis



Source : Réserve fédérale.

est entrée dans une nouvelle ère alliant durablement croissance, emploi et profits, dans un contexte de faible inflation. Pourtant, un retournement brutal des profits et de la bourse, en liaison avec des tensions inflationnistes plus fortes et un resserrement monétaire conséquent plus sévère, ne peut être complètement exclu. Le talon d'Achille de la croissance se situe du côté des revendications salariales, encore limitées mais qui pourraient se réveiller plus nettement, compte tenu de l'accroissement apparent du pouvoir de négociation des salariés sur le marché du travail. En ce cas, le dosage de la politique économique s'avérerait plus délicat. On pourrait retrouver alors une fin de cycle plus traditionnelle, si les ménages subissaient davantage l'éviction de leur accès au crédit et si les entreprises étaient conduites à réduire plus rapidement leurs dépenses. Le profil retenu ici intègre ces risques mais ne les fait jouer que marginalement. Le ralentissement de la croissance en 1998 (2,6 % après 3,8 % en 1997 en moyenne annuelle) recouvre une certaine harmonie entre l'adaptation des agents privés au réglage monétaire et la crédibilité de ce dernier.

Japon : la croissance se liquéfie

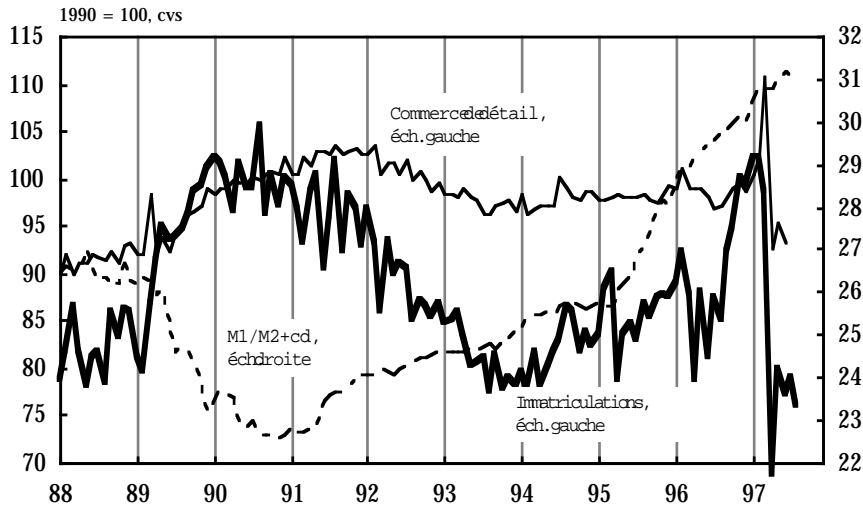
Le violent repli du produit intérieur brut japonais au deuxième trimestre (-2,9 % par rapport au trimestre précédent), souligne le caractère transitoire des facteurs qui ont dopé la demande en 1996 jusqu'au début de l'année 1997. Le dynamisme, qui animait en particulier la consommation depuis le milieu de l'année dernière, semble rétrospéci-

vement relever entièrement des achats par anticipation motivés par la perspective du relèvement de TVA en avril. L'économie s'avère particulièrement vulnérable au brusque sevrage budgétaire que lui impose la cure d'austérité décrétée par le gouvernement Hashimoto. Ce dernier misait sur la vigueur retrouvée de la demande intérieure privée et des exportations pour légitimer l'opportunité de cet effort de consolidation. Le premier trimestre de l'année semblait conforter cette orientation, puisque, en dépit du net repli de l'investissement public, le dynamisme de la consommation et des exportations a permis de préserver une croissance trimestrielle voisine de 1,5 %. C'était cependant un résultat trompeur. Maintenant que l'économie nipponne dévoile l'atonie persistante de sa demande privée intérieure, les incitations exercées par la détente monétaire révèlent leurs limites pour dissuader les agents privés de leur préférence pour l'épargne et compenser l'impact dépressif de la politique budgétaire. C'est un enseignement auquel les européens devraient être attentifs.

La volonté des ménages de se prémunir contre les effets de la hausse de deux points de la TVA en avril a faussé l'appréciation de la consommation avec une ampleur inattendue au tournant de 1996 et 1997. Les ménages ont massivement avancé leurs dépenses, comparativement à ce qu'avait produit l'introduction de la TVA en 1989. Le niveau particulièrement élevé des disponibilités monétaires a en effet permis de déplacer dans le temps les achats, sans recourir au crédit, lequel est demeuré atone durant cette période de rush sur les biens durables. Dès lors, le volume d'affaires du commerce de détail, après avoir gagné 12 % de décembre 1996 à mars 1997, reperdait en l'espace du seul mois d'avril plus de 15 %. Les immatriculations automobiles retrouvaient un niveau inférieur de plus d'un quart au surplomb du premier trimestre (graphique 14). Dans les deux cas, aucune récupération rapide ne s'est pour l'instant dessinée au cours des mois qui ont suivi. Le lissage de ces évolutions, en comparant le niveau moyen de la consommation des ménages lors des trois derniers trimestres connus à celui qu'il enregistrait un an auparavant, révèle maintenant une trajectoire voisine de 2 % l'an, plus en ligne avec la progression des revenus. Celle-ci a bénéficié, depuis la récession de 1990, d'un partage de la valeur ajoutée favorable aux salariés, qui ont notamment tiré profit de la réduction des charges financières des entreprises³ et de leur moindre besoin d'accumulation. Le salaire horaire connaît, en dépit des à-coups de l'activité, une évolution remarquablement stable, voisine de 2,5 à 3 % en rythme annuel depuis trois ans pour sa composante régulière. Les primes et le paiement des heures supplémentaires ne l'éloignent que transitoirement de cette tendance fondamentale. L'emploi a, quant à lui, globalement continué à progresser (+ 1% entre la mi-1996 et mi-1997, pour sa composante régulière).

3. Dans le sillage de la baisse des taux d'intérêt, les charges d'intérêt des sociétés et quasi-sociétés non financières ont diminué de près de 40 % de 1991 à 1995.

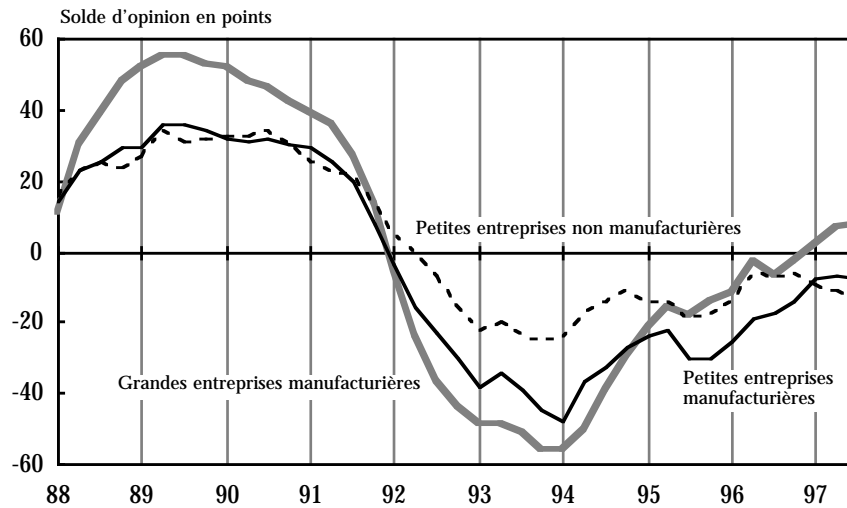
14. Volume du commerce de détail, immatriculations et degré de liquidité de la masse monétaire au Japon



Source : Banque du Japon.

Ce n'est donc pas exclusivement du côté de la contrainte de revenu qu'il faut rechercher les raisons de l'atonie de la consommation des ménages, mais surtout du côté de leur perception de l'avenir, qui fonde une préférence non démentie pour l'épargne. La résistance apparente des salaires et de l'emploi ne doit pas conduire à sous-estimer l'insécurité qui pèse sur les ménages. L'inertie à la baisse de l'épargne des ménages demeure guidée par des motifs patrimoniaux. D'un côté, les ménages ont d'abord connu une dévalorisation brutale de leur richesse, et n'escomptent désormais que des rendements affaiblis ; de l'autre leur désir d'assurer le futur, et notamment leurs retraites, se renforce avec le vieillissement démographique. Les motifs de précaution renforcent encore le mouvement, même si le système d'emploi garanti se maintient. La perception de la conjoncture, qui résiste pourtant globalement à la mauvaise passe que traverse l'économie nippone, est bien plus douloureuse du côté des petites unités, comme le confirme la dernière enquête auprès des entreprises de la Banque du Japon (Tankan) : le fossé se creuse entre le secteur manufacturier favorisé par la dépréciation du yen et le secteur non manufacturier ; il se creuse aussi entre les grandes entreprises et les petites entreprises, soumises notamment à la concurrence des unités délocalisées en Asie (graphique 15). Tous les salariés, selon leur statut ou leur lieu de production, n'ont donc pas une perception équivalente de leur sécurité. Les comportements de précaution sont aussi renforcés par la précarité accrue des salariés anciens. Le système de rémunération à l'ancienneté est de plus en plus ébréché, et c'est sur cette population coûteuse que les entreprises concentrent l'ajustement.

15. Enquête Tankan auprès des entreprises : climat des affaires au Japon



Cette situation explique la faible prise de la politique monétaire sur l'activité et notamment le crédit privé. Ce dernier demeure atone en dépit des taux extrêmement bas pratiqués par la banque centrale depuis deux ans. Si la dépréciation du yen a permis de relancer les exportations, la politique monétaire ne parvient pas en revanche à inciter les agents privés à s'endetter pour dépenser aujourd'hui, car ni les ménages, ni les entreprises ne souffrent d'un manque de liquidités. Du côté des entreprises, les profits, en progression continue depuis trois ans, ne constituent pas un frein à la réalisation de plans d'investissement qui progressent à un rythme modéré, sans nécessiter un recours au financement externe. La pertinence du policy mix adopté par le gouvernement est dès lors remise en cause. En adoptant, en juin dernier, l'objectif d'un retour du déficit général de 7,3 % du PIB en 1996 à 3 % à l'horizon 2002, et en concentrant cet effort sur les ménages, dont la contrainte de revenu reste modérée, le gouvernement Hashimoto pouvait légitimement espérer mobiliser une épargne liquide sans affecter considérablement la consommation. Il a, semble-t-il, sous-estimé la résistance du désir d'épargne des ménages. La ponction exercée sur le revenu est enfin particulièrement lourde et concentrée dans le temps : la hausse de la fiscalité indirecte, l'abandon de la réduction d'impôt temporaire décrétée en 1995 et la hausse des prélèvements sociaux, exercent une ponction équivalente à 2,5 % de la consommation sur l'ensemble de l'année fiscale 1997. Et pour la première fois depuis 1955, le revenu disponible réel pourrait légèrement diminuer au cours de cette année fiscale. Cette austérité côté recettes est renforcée par une révision drastique des plans d'investissement public à moyen terme. Dès cette année, et en dépit d'un petit collectif en février, l'investissement public

sera en recul de l'ordre de 15 % par rapport à l'an dernier. Cet effort se prolongera au-delà comme en témoigne le projet de budget pour 1998, qui marque un recul de 5 % des fonds alloués par l'Etat au programme spécial (dit *zaito*) d'investissements et de prêts. Outre l'effet immédiat sur la demande, ce recul de l'investissement public devrait fragiliser les créations d'emploi, auxquelles le secteur de la construction a contribué pour plus de la moitié depuis 1991.

La combinaison de politique économique adoptée par les autorités publiques nipponnes conduit à différer la perspective d'une accélération de la croissance. L'économie continuera à être lestée par la politique budgétaire, même si les effets sont essentiellement concentrés sur 1997. La consommation, en particulier, aura du mal à aller au-delà de 2 % l'an. Le principal atout pour l'industrie demeurera la dépréciation déjà acquise du yen par rapport au dollar, qui pourrait encore s'accroître compte tenu de l'absence de resserrement prévisible de la politique monétaire. Les exportateurs nippons ont cessé de perdre des parts de marché depuis l'an dernier, mais la crise asiatique jette cependant un doute sur la pérennité du flux de demande asiatique (qui compte pour 40 % de la demande étrangère adressée au Japon). Les pays d'Asie étant fortement importateurs de biens d'équipement japonais (60 % de leurs achats en provenance de ce pays), un ralentissement de leur croissance pourrait pénaliser le volume des exportations⁴. Le récent repli des commandes étrangères de biens d'équipement soulève ce type d'inquiétudes. Mais on a supposé ici que, pour l'ensemble de la zone, le ralentissement des importations restera modéré (de l'ordre de 1 point en rythme annuel en 1998). Dès lors, les perturbations récentes ne remettent pas en cause la contribution positive du commerce extérieur à la croissance japonaise pour 1998.

Dans ce contexte, il est légitime de s'interroger sur la poursuite du mouvement de redressement de l'investissement engagé depuis plus de deux ans. Jusqu'au premier trimestre, l'investissement productif paraissait insensible aux embardées de court terme de l'activité. Mais sa baisse au cours du deuxième trimestre (- 1,5 %), après dix trimestres consécutifs de hausse, a suscité la crainte d'une retombée. Il semble néanmoins, au regard des commandes de biens d'équipement d'origine interne, que le mouvement modéré de reprise ne soit pas enrayé. La remontée du stockage involontaire de produits finis (le ratio stocks sur ventes a progressé de sept points au second trimestre) a seulement différé la réalisation de certains plans. Pour l'heure, les plans d'investissement des entreprises pour 1997 et 1998 demeurent légèrement orientés à la hausse, principalement du fait du secteur exportateur. Bien qu'en retrait par

4. Cette conséquence serait atténuée par le fait que l'appréciation du yen par rapport aux monnaies asiatiques (environ 10 % depuis le début de la crise) peut alimenter un flux d'investissement direct de la part des industriels japonais, induisant à son tour un important flux d'exportations de biens d'équipements nationaux vers la zone d'implantation.

rapport à la précédente chronique, cette tendance haussière a été maintenue sur l'horizon de prévision.

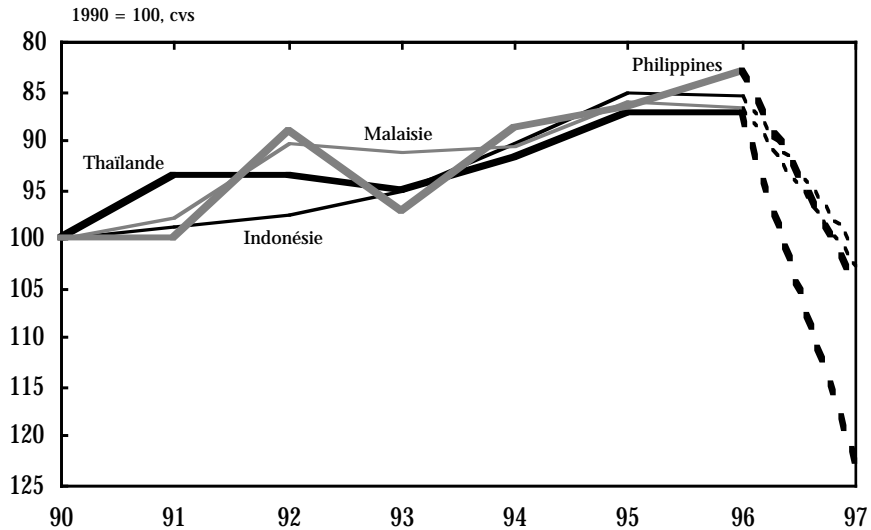
La crise monétaire asiatique : à court terme, un impact violent mais localisé

La crise monétaire de l'été sur les marchés asiatiques a révélé les limites de certains modes de gestion macroéconomique et les obstacles structurels à la poursuite de la croissance rapide, dans les pays intermédiaires de l'Asie en développement affectés par cette crise (Thaïlande, Malaisie, Philippines et Indonésie). En privilégiant l'ancrage nominal de leurs monnaies sur le dollar, ces pays ont voulu limiter le risque de change et rassurer les investisseurs étrangers, de fait peu regardants, jusqu'à récemment, sur la réalité des risques nationaux. La région a profité d'une situation de surliquidité des marchés financiers mondiaux qui a sans doute abaissé indûment les primes de risque mais qui s'est finalement retournée contre elle. Ces pays ne disposent pas encore des institutions et des instruments permettant la maîtrise de leur régulation macroéconomique dans un monde de capitaux mobiles et liquides.

Les prix de production de ces pays augmentant beaucoup plus vite qu'aux Etats-Unis, les taux de change réels contre le dollar se sont fortement appréciés depuis le début des années quatre-vingt-dix, jusqu'en 1996. L'appréciation du dollar et la dépréciation du yen, depuis deux ans, ont aggravé le problème et profondément bouleversé l'équilibre régional (graphiques 16 et 17). La contrainte de compétitivité qu'ont à gérer ces pays s'en est trouvée exacerbée. Dès 1996, cette contrainte, combinée au ralentissement de la demande mondiale, avait conduit à une franche rupture de la tendance des exportations que n'avait pu compenser le ralentissement des importations. Les balances courantes se sont fortement dégradées dans l'ensemble de la zone, jusqu'à 8 % du PNB en Thaïlande (tableau 1). Plus structurellement, ces nouveaux pays industrialisés de deuxième génération subissent la double concurrence des pays voisins à plus bas salaires (Chine, Vietnam, Inde,...) et des pays plus avancés, spécialisés sur des activités plus sophistiquées. Ils doivent adapter en permanence leur positionnement sur les marchés mondiaux, en recherchant des spécialisations à plus forte valeur ajoutée dont ils maîtrisent les coûts.

Les dépréciations intervenues depuis cet été (par rapport au dollar, de l'ordre de 30 % pour le baht thaïlandais et 20 % pour les autres monnaies touchées, entre juillet et la mi-septembre) rétabliront à terme une position concurrentielle plus favorable. Elles peuvent aussi favoriser une redéfinition de la politique de change qui s'affranchisse de la tutelle du dollar et prenne davantage en compte le rôle du Japon. Celui-ci a fait de ces pays un débouché important de ses exportations dans le sillage du

16. Taux de change réel* vis-à-vis du dollar

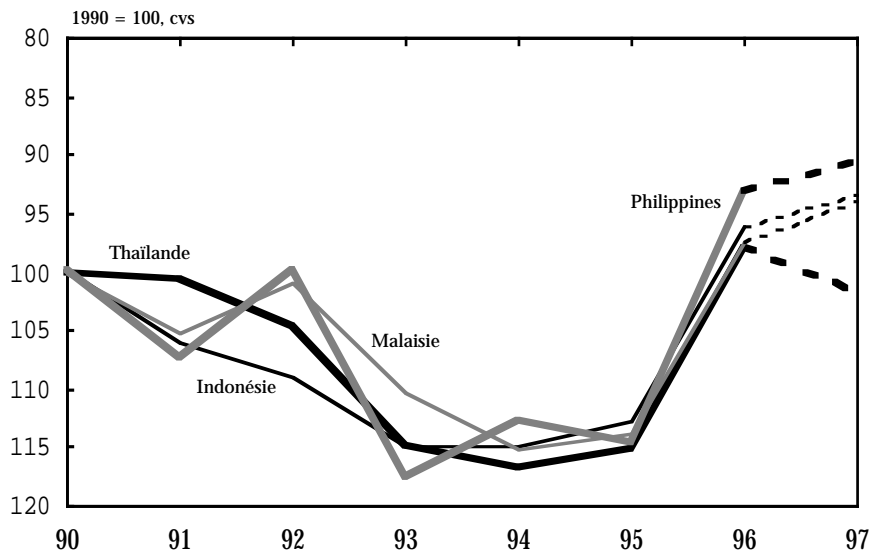


* Calculé à partir des prix de production par rapport aux Etats-Unis.

Les courbes en trait continu sont des moyennes annuelles. Pour 1997, les courbes en pointillé sont calées sur les taux de change de la mi-septembre.

Sources : FMI, *Weekly Nikkei*, estimation OFCE pour 1997.

17. Taux de change réel* vis-à-vis du yen



* Calculé à partir des prix de production par rapport au Japon.

Les courbes en trait continu sont des moyennes annuelles. Pour 1997, les courbes en pointillé sont calées sur les taux de change de la mi-septembre.

Sources : FMI, *Weekly Nikkei*, estimation OFCE pour 1997.

développement des investissements directs et des prêts bancaires. A court terme, la crise devrait avoir un impact récessif, d'ampleur cependant variable selon les pays, car leurs fondamentaux (comme le rapport entre épargne et investissement nationaux) sont inégalement détériorés et leur vulnérabilité productive est différenciée. Le renchérissement des importations, en particulier celles qui entrent, *via* les établissements de production délocalisés, dans la composition des exportations, pourrait sensiblement relativiser l'avantage de change. D'autre part, la défiance a atteint les marchés boursiers. Depuis décembre dernier, les cours boursiers de ces pays ont chuté entre 30 % (Indonésie) et 40 % (Thaïlande). En plus de la dévalorisation de leurs actifs en dollar, les investisseurs redoutent des mesures restrictives sur les transactions destinées à limiter la baisse des cours. A cela, s'ajoute le réajustement à la baisse des perspectives de rendements du fait de la dégradation des conditions de croissance. Enfin, les politiques économiques sont conduites à adopter un tour restrictif, notamment en matière de taux d'intérêt.

1. Balance courante en pourcentage du PNB

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Thaïlande	- 8,6	- 7,8	- 5,8	- 5,1	- 5,6	- 8,1	- 8,2
Malaisie	- 2,1	- 9,4	- 4,0	- 5,0	- 6,7	- 8,1	- 5,5
Philippines	- 6,1	- 2,3	- 1,9	- 5,5	- 4,5	- 2,6	- 4,0
Indonésie	- 3,0	- 3,8	- 2,3	- 1,4	- 1,6	- 3,6	- 3,8
Singapour	8,2	11,2	11,1	7,3	15,9	17,6	15,7
Corée du Sud	- 0,9	- 3,0	- 1,5	0,1	- 1,2	- 2,0	- 4,9
Chine	3,1	3,2	1,3	- 1,9	1,3	0,2	0,9

Source : FMI.

Premier pays touché par la crise, la Thaïlande a été aussi le plus durement atteint. La décision de flottement du baht le 2 juillet dernier faisait suite à plus d'un an d'attaques spéculatives, jusque là enrayées par des interventions massives des banques centrales régionales⁵. En août dernier, la Thaïlande a reconnu avoir accumulé une dette de 23,4 milliards de dollars au titre des accords de swaps, remboursables à l'horizon de l'été 1998. Ces attaques répétées sont justifiées par plusieurs facteurs. En 1996, le FMI avait pointé la détérioration de la balance courante thaïlandaise comme un facteur potentiel de crise. Le financement du déficit s'est fait par un recours croissant aux prêts bancaires, notamment à court terme⁶ : la dette à court terme passe de 29,8 % à 43,6 % de l'ensemble

5. En 1995, suite à la crise mexicaine et aux contrecoups sur les monnaies asiatiques, la Thaïlande avait participé à la création d'une association regroupant sept banques centrales de la région (dont celles du Japon, de Hong-Kong et de Singapour) et visant à s'engager dans un système de prêts mutuels en devises étrangères en cas de crise spéculative.

6. Cette déformation du financement est due en grande partie à la création en mars 1993 d'un grand centre financier off shore — *Bangkok International Banking Facility* — chargé de collecter des fonds en devises et de les prêter aux grandes entreprises nationales.

de la dette extérieure entre 1991 et 1996. L'afflux de liquidités incomplètement stérilisées par la banque centrale a alimenté une offre de crédits internes particulièrement abondante, employée pour partie à des placements spéculatifs. Le ralentissement de 1996 et le retournement brutal des prix de l'immobilier ont multiplié les créances douteuses, révélant les fragilités du système bancaire. Le scandale de la *Bangkok Bank of Commerce* au début de 1996 (3 milliards de dollars de créances douteuses, soit la moitié de ses actifs) en fut la première manifestation. En août dernier, cinquante-huit grandes sociétés financières ont dû cesser leurs activités, en attendant un prochain plan de sauvetage. L'assèchement des liquidités et la hausse des taux d'intérêt a conduit à des faillites en cascade d'entreprises à court de trésorerie. Aujourd'hui, la revalorisation de la dette extérieure, conséquence de la dévaluation, et la défiance des investisseurs étrangers devraient conduire l'économie thaïlandaise à pratiquer un assainissement douloureux dans les deux années à venir.

Les autres pays frappés par la crise doivent affronter une situation moins difficile. Bien qu'en Malaisie le déficit courant atteigne également des proportions inquiétantes, le système bancaire est moins dépendant des liquidités externes qu'en Thaïlande. Cependant, si l'exposition bancaire face au risque de change est moindre, la sensibilité à la crise boursière pourrait mettre à mal un système bancaire dont le taux de créances douteuses est là aussi élevé. Après une croissance moyenne de 9 % par an entre 1988 et 1995, les signes de surchauffe étaient devenus facteurs de retournement. Les tensions devenaient vives sur le marché du travail du secteur moderne et la détérioration de la balance courante était nette. Les dépenses publiques avaient dû être fortement réduites pour 1997, alors que les exportations de composants souffraient depuis 1996 du retournement du cycle de l'électronique. La crise va amplifier ce ralentissement déjà engagé. En août, de nouvelles coupes budgétaires ont été décidées, en même temps que d'importantes mesures d'austérité visant à réduire la croissance de la demande domestique. L'activité devrait donc ralentir sensiblement en 1997 et 1998 par rapport à la tendance passée. Aux Philippines, l'impact de la crise devrait rester limité. Les exportations n'ont pas trop souffert en 1996 de l'appréciation réelle du taux de change, ni du ralentissement de la demande mondiale. Le pays reste engagé dans une dynamique soutenue par l'investissement et les exportations, qui devrait traverser les perturbations actuelles sans trop de dommages.

Les autres pays avoisinants, à l'exception récente de l'Indonésie, ont échappé à la contagion. Malgré l'appréciation du taux de change effectif et une concurrence intra-asiatique accrue sur certains produits, les perspectives restent favorables pour 1998 en Chine, où un desserrement monétaire est attendu. Les attaques sur le won coréen méritent cependant attention. La forte sensibilité des exportations coréennes au cours du yen

s'est traduite par une dégradation du commerce extérieur en 1996 et 1997. A cela s'ajoute une détérioration de la situation financière des entreprises avec des menaces de banqueroute pour certains grands conglomérats. Les surcapacités dans certains secteurs et les faillites suscitent une certaine défiance des investisseurs étrangers. La croissance devrait repartir en 1998 mais rester sur un rythme inférieur à la tendance de long terme.

En l'état actuel des choses, le ralentissement de la croissance devrait être sensible dans quelques pays asiatiques en 1997 et 1998. L'impact serait surtout localisé en Thaïlande, et à un degré moindre en Malaisie. On ne devrait donc pas assister à des enchaînements dépressifs cumulatifs dans la région. Il reste que les conditions d'insertion internationale d'un groupe de pays, notamment sur le plan monétaire, ont été profondément altérées. Ils seront conduits à adapter la définition de leur régime de change et les règles de leur gestion macroéconomique, ainsi qu'à consolider leurs systèmes bancaires. Il est encore difficile d'évaluer l'impact de ces évolutions sur les tendances de leur croissance à moyen terme.

Royaume-Uni : la croissance forte reste maîtrisée

Après un rythme de croissance annualisé voisin de 2,5 % pendant presque deux ans, l'activité britannique s'est brutalement accélérée à plus de 4 % depuis la fin 1996, sous l'effet de la reprise de la consommation des ménages et d'une évolution favorable des autres composantes de la demande finale. Ce dynamisme conduit l'économie sur un sentier de croissance supérieur à celui de l'offre potentielle mais ne devrait pas dégénérer en surchauffe.

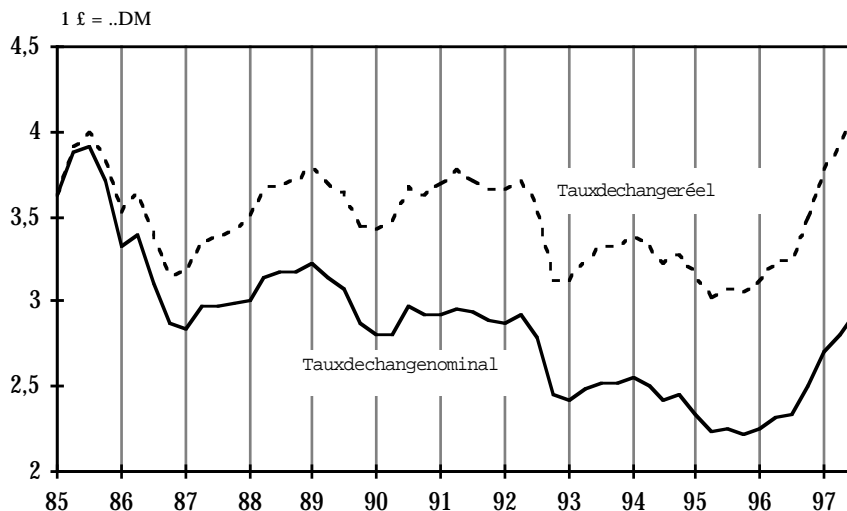
Les dépenses des ménages accélèrent depuis le début de l'année 1997 (4,6 % au premier semestre en rythme annualisé) et les derniers indicateurs conjoncturels (ventes au détail, climat de confiance) confirment cette tendance. Le revenu disponible réel des ménages reste sur une tendance modérée de 2 % l'an. Les dépenses des ménages sont donc financées pour partie sur leur épargne dont le taux baisse encore au premier trimestre (- 1 point) pour atteindre un niveau de 10,4 %. Plusieurs facteurs encouragent ce comportement dépensier. Tout d'abord, le versement exceptionnel de primes, notamment au titre de l'intéressement aux profits des entreprises (ce qui concerne aujourd'hui plus d'un salarié sur cinq), a accru les revenus du travail de façon inopinée au cours de l'hiver dernier. Par ailleurs, les perspectives de salaires s'améliorent après les hausses déjà visibles depuis un an, notamment dans le secteur des services. Ensuite, les ménages, répugnant à investir dans l'immobilier, peuvent davantage s'endetter pour des achats de biens durables. Enfin, la conversion des mutuelles d'épargne logement en banques, concentrée pour la plupart entre avril et juillet 1997, procure une masse de liquidités (estimée à quelques 35,9 milliards de livres, soit 6,5 % du revenu des

ménages) que les ménages peuvent partiellement utiliser à des fins de consommation. Dans ces conditions, l'expansion de la consommation devrait se poursuivre en 1997 et 1998.

L'appréciation de la livre depuis la fin de l'année dernière devrait écarter les risques d'emballlement de la demande globale. Pour le moment, le commerce extérieur n'a pas encore trop pâti de la dégradation de la compétitivité britannique. Au premier trimestre, les importations se sont stabilisées tandis que les exportations restaient sur leur tendance. Au second, les importations ont en revanche brutalement augmenté, les importateurs contribuant sans doute au fort stockage de ce trimestre ; les exportations ont encore fortement progressé, bénéficiant encore des commandes passées dans le courant de l'année dernière. Mais l'effondrement des commandes étrangères, depuis bientôt un an, devrait affecter les ventes très prochainement. Pourtant, les exportateurs ont fait des efforts sur leurs marges : leurs prix, en livres, ont baissé de 5 % entre le troisième trimestre de 1996 et le second de 1997. Mais, convertis au taux de change effectif, ils ont progressé de 10 % sur la même période.

Si l'on suppose désormais le maintien de la livre autour de 1,5 dollar et de 2,85 deutsche mark, la position relative du Royaume-Uni par rapport à ses partenaires commerciaux restera très défavorable (graphique 18). Comparée à 1987 ou à la période 1990-1992 de participation au SME, où le taux de change nominal approchait 3 deutsche mark, la compétitivité s'est sensiblement détériorée dans le secteur manufacturier. L'écart positif de prix de production par rapport aux autres partenaires

18. Taux de change nominal et réel* de la livre par rapport au deutsche mark



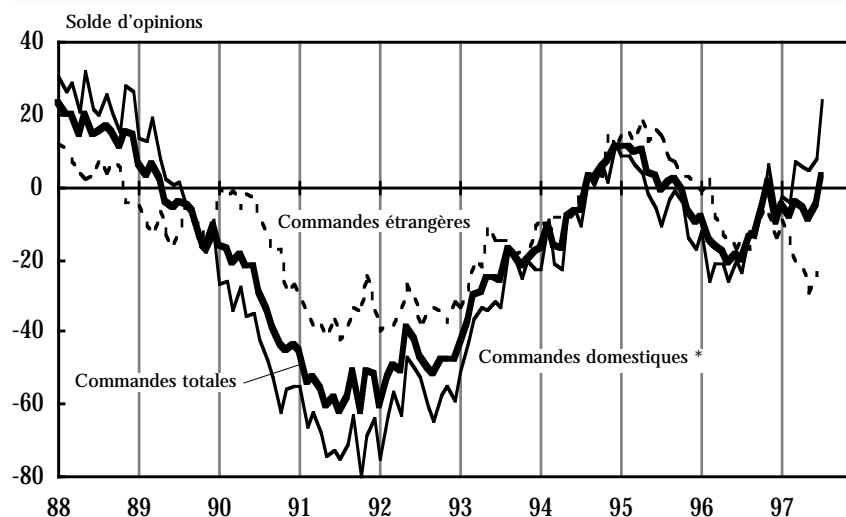
* Calculé à partir de l'écart de prix de production entre le Royaume-Uni et l'Allemagne.

Sources : Relevé des cotations quotidiennes, OCDE, calculs OFCE.

européens, annulé par les dévaluations compétitives de 1992 et 1995, est réapparu. Les exportateurs britanniques devront donc faire un effort de marge particulièrement marqué s'ils ne veulent pas enregistrer de lourdes pertes de parts de marché. Cet effort devrait être plus facile qu'en 1990-1992, car le taux de marge dans le secteur manufacturier n'a jamais été aussi élevé, mais il pourrait rester insuffisant pour compenser la dérive des prix relatifs. Les exportations de produits manufacturés devraient se modérer à partir du milieu de 1997, autour de 4 % en rythme annuel, en dépit d'une demande adressée de l'ordre de 7,5 %. Dans ces conditions, la faiblesse des débouchés externes devrait atténuer les effets d'une demande intérieure forte et atténuer les tensions.

Le contraste entre les bonnes perspectives sur le marché intérieur et la faiblesse attendue des ventes à l'étranger (graphique 19) entretient un optimisme contenu chez les entreprises, ce qui pourrait expliquer leurs hésitations en matière d'investissement : repli prononcé au troisième trimestre 1996, progression rapide les deux trimestres suivants, et enfin tassement au deuxième trimestre 1997. Dans l'industrie manufacturière, les perspectives de production restent sur leur tendance de long terme et les tensions sur les capacités n'apparaissent pas particulièrement fortes. Mais les intentions d'investissement déclarées pour 1997 font état d'une accélération, qui s'inscrit déjà dans les chiffres élevés du second trimestre 1997. Le secteur des services, davantage sollicité, devrait soutenir l'investissement au deuxième semestre 1997 et en 1998. Cette situation sera encouragée par un environnement favorable : le prix des biens d'équipement évolue beaucoup moins vite que celui des prix à la consommation, la situation financière des entreprises reste bonne, et les nouvelles

19. Carnets de commandes dans l'industrie manufacturière



* Pondération estimée pour les commandes domestiques.

Sources : CE, calculs OFCE.

mesures budgétaires sont particulièrement incitatives (doublement du plafond de l'abattement fiscal sur l'investissement des PME la première année, suppression du crédit d'impôt pour le versement des dividendes afin d'inciter les entreprises à réinvestir les profits, baisse de deux points du taux d'imposition sur les entreprises qui passe à 31 %, et à 23 % pour les PME).

La vigueur de l'activité et notamment les tensions apparues dans les services incitent les autorités à la prudence. Aujourd'hui, les prix de production restent modérés (une hausse de 1,4 % en glissement annuel au troisième trimestre 1997), et ne montrent pas d'accélération. Ils bénéficient toujours du recul du prix des matières premières (- 8 % sur un an cet été). Après l'accélération du premier trimestre, en raison du versement de primes et bonus, les coûts salariaux unitaires devraient désormais décélérer. Les gains de productivité risquent cependant d'être à peine suffisants pour absorber la hausse des salaires, attisée par les tensions sur le marché du travail, notamment dans les services, dont témoignent de multiples indices, comme la difficulté de recruter une main d'œuvre qualifiée et le niveau très élevé du nombre de postes vacants.

A court terme, la revalorisation de la livre devrait contribuer à modérer l'inflation, en réduisant le prix des biens importés. Mais surtout la perte de compétitivité des producteurs britanniques, combinée à une politique monétaire et budgétaire relativement restrictive, devrait mordre suffisamment sur l'activité pour éviter des dérapages trop importants. Le coût de refinancement des banques a augmenté d'un point entre mai et août derniers, et un prochain resserrement est attendu pour la fin de l'année, conduisant les taux courts au-delà de 7 % en 1998. Le durcissement des conditions de crédit s'allie à une pression budgétaire accrue (coupes dans les dépenses en capital et hausse des taxes indirectes). L'objectif de réduire le déficit budgétaire de 1 point de PIB par rapport à 1996-97 sera aisément atteint. Ce réglage politique devrait être suffisant pour endiguer les tensions à moyen terme et freiner progressivement la croissance. Le PIB devrait croître de 3,5 % en 1997 et de 3 % en 1998.

Allemagne : restructurations et reprise

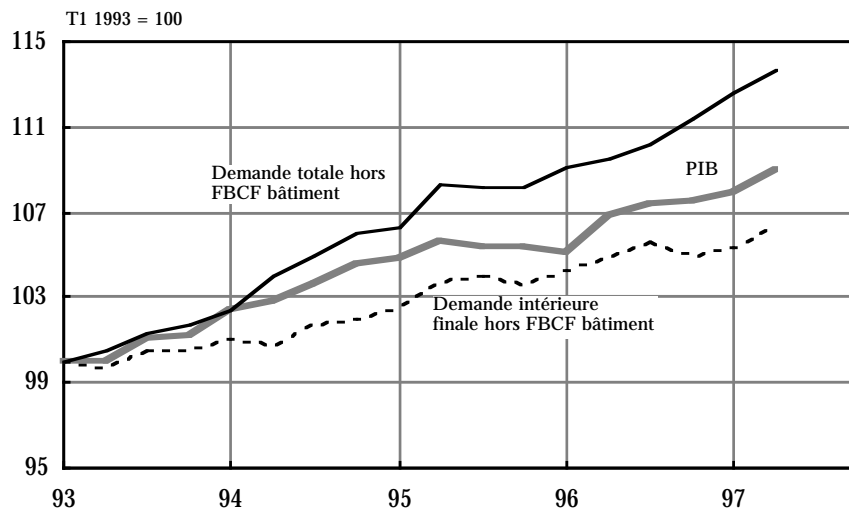
De nombreux indicateurs convergent pour indiquer une bonne orientation de l'activité en Allemagne au cours du premier semestre 1997. L'indice de production industrielle hors bâtiment se redresse depuis l'automne 1996 et continue sur sa lancée en 1997⁷. L'amélioration du climat général (industrie et commerce) est ample et régulière depuis la mi-1996.

7. Les très fortes hausses de juin et juillet sont imputables à une concentration plus forte des congés d'été sur le mois d'août en 1997 et surestiment donc le rythme sous-jacent de l'activité.

Le niveau de leurs débouchés satisfait désormais les industriels des Länder de l'ouest.

C'est la croissance des débouchés extérieurs qui reste le principal moteur de l'économie allemande. Elle a impulsé dès la fin 1996 le mouvement de reconstitution des stocks, traditionnellement précoce lors des phases de reprise en Allemagne, tandis que les autres composantes de la demande intérieure restent encore en net retrait (graphique 20).

20. PIB et agrégats de demande en Allemagne



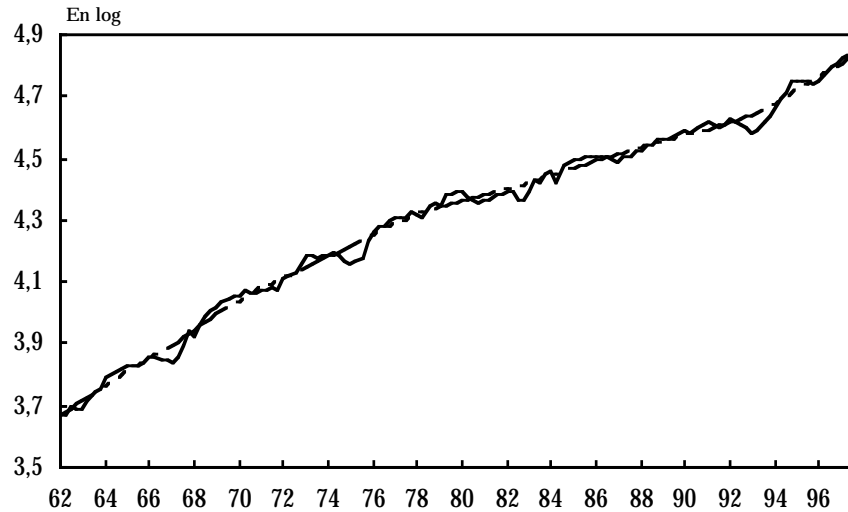
La reprise des exportations est engagée depuis le troisième trimestre 1996. Très soutenu en 1996, le rythme de croissance des commandes étrangères s'est même accéléré au cours du premier semestre 1997 et annonce des exportations particulièrement vigoureuses pour la seconde moitié de l'année. L'Allemagne bénéficie à l'heure actuelle de la conjonction de plusieurs facteurs favorables. Le poids des pays d'Europe centrale et orientale est désormais équivalent à celui des Etats-Unis dans les exportations allemandes (9 % en 1996, contre 8,8 % pour les Etats-Unis) ; celui des pays asiatiques a quasiment doublé en huit ans (4,6 % en 1988, 7 % en 1996). Les exportations vers l'Europe de l'est et les pays en développement expliquent ainsi un peu plus de 40 % de la croissance des exportations allemandes entre le premier trimestre 1996 et le second trimestre 1997, la forte poussée des importations américaines et la faible reprise européenne se partageant à part égale le reste. La normalisation des changes, engagée depuis la mi-1995 et confirmée en 1996-1997, porte également ses fruits. Elle a ramené le taux de change effectif nominal du deutsche mark à son niveau du début 1994, voire même, vis-à-vis des monnaies européennes, à un niveau inférieur à celui de 1993. Comme,

dans le même temps, la poursuite des restructurations a permis aux coûts salariaux unitaires de reculer dans le secteur manufacturier en 1996, l'amélioration de la compétitivité germanique a profité tant de la dépréciation du taux de change effectif que de la modération des coûts salariaux comparés à ceux des concurrents.

Cette amélioration apporte un souffle salutaire aux industriels allemands. Elle a déjà permis aux exportateurs de redresser leurs parts de marché depuis le second semestre 1996 et, compte tenu des délais d'action, cette tendance devrait se prolonger en 1998. Elle sert également l'objectif de rentabilité des entreprises, la reconstitution des profits étant demeurée relativement modérée jusqu'en 1996 sous l'effet combiné des fortes hausses de salaires et des pressions exercées sur les prix par l'appréciation du mark. Elle atténuera d'autant les besoins d'ajustement de l'emploi et les pressions sur les salaires, qui brident aujourd'hui la consommation des ménages.

En 1996, la progression des revenus salariaux avait sérieusement pâti des ajustements d'emploi. Début 1997, la situation a relativement peu changé pour les ménages. Le recul de l'emploi a été particulièrement marqué au cours du premier semestre (- 1 %, après - 0,8 % au cours de chacun des semestres de 1996). La chute de l'activité dans le bâtiment s'est en effet d'autant plus répercutée sur les effectifs que la modification du régime des indemnités de mauvais temps a incité les entreprises à procéder à des licenciements secs, là où elles procédaient auparavant à des mises au chômage partiel. Corrigé de l'incidence du bâtiment, le recul de l'emploi s'est poursuivi à un rythme soutenu au cours du premier trimestre, mais s'est quasiment interrompu au cours du trimestre suivant. Il continue d'affecter principalement le secteur manufacturier. En 1996, l'emploi manufacturier a reculé de 3,6 % dans les anciens Länder, et la légère progression des services (+ 0,1 % y compris les services non marchands) a été largement insuffisante pour compenser ce recul industriel. L'évolution défavorable de l'emploi manufacturier participe toujours de l'effort de redressement de leur profitabilité engagé par les entreprises depuis 1993. Les gains de productivité horaire ont continué de progresser en 1996 et sur le premier semestre 1997 à des rythmes nettement supérieurs aux tendances observées sur la seconde moitié des années quatre-vingt (graphique 21).

Comme par ailleurs les ménages ont dû composer en début d'année avec le relèvement du taux de cotisation retraite, la progression de 0,5 % de la consommation au cours du premier semestre n'a été acquise qu'au prix d'un recul conséquent du taux d'épargne. Les perspectives d'évolution des revenus sont pour l'instant modérées, notamment en raison de la faiblesse des hausses de salaires négociées (+ 1,5 % en moyenne annuelle) et de l'accélération des prix en milieu d'année. Elles sont néanmoins un peu meilleures que sur les premiers mois de l'année. Le secteur du bâtiment devrait procéder à des réembauches dans le courant du

21. Productivité par tête dans le secteur manufacturier en Allemagne

Source : Bundesbank, la tendance est calculée à partir d'un filtre Hodrick-Prescott.

second semestre et le regain de production manufacturière va améliorer les évolutions de l'emploi, ce que semble d'ores et déjà attester la stabilisation de l'emploi hors bâtiment au cours du second trimestre 1997. Les perspectives immédiates de la consommation restent modestes. Les commandes ont du mal à décoller du palier atteint en avril, et un léger recul des intentions d'épargne sera sans doute nécessaire pour soutenir la consommation. L'accélération de cette dernière serait ainsi progressive, et ne se ferait pleinement sentir qu'en 1998. Plusieurs secteurs ont déjà négocié des hausses de salaires pour 1998 de l'ordre de 2,1 % en moyenne annuelle. La détente concurrentielle atténuerait les efforts de productivité du secteur manufacturier et leur répercussion sur la situation de l'emploi.

Le redressement de la profitabilité des entreprises devrait également bénéficier à la reprise de l'investissement en 1998. Pour l'heure, les entreprises du secteur manufacturier ont révisé à la hausse leurs perspectives d'investissement pour 1997, mais celles-ci sont encore médiocres (+ 4% en volume d'après l'enquête du printemps 1997, après la stagnation annoncée par l'enquête de l'automne 1996). Le taux d'utilisation des capacités productives a certes augmenté depuis la mi-1996, mais il est encore, à la mi-1997, légèrement en retrait du niveau moyen observé sur les dix dernières années.

La politique monétaire ne devrait pas freiner le mouvement de redressement de la profitabilité. L'accélération prononcée de l'inflation allemande observée en juin et juillet (le glissement annuel des prix est passé au dessus du seuil psychologique des 2 %) a nourri des inquiétudes

sur l'engagement d'un redressement de ses taux directeurs par la Bundesbank. Pourtant, si l'on fait abstraction des facteurs très ponctuels (hausse de la vignette et du prix des médicaments), qui ont relevé mécaniquement l'indice des prix de 0,2 point de pourcentage en juillet, ainsi que des hausses énergétiques intervenues fin 1996-début 1997, le rythme sous-jacent de l'inflation est de l'ordre de 1,5 %. Un ralentissement est au demeurant observable dès septembre (1,8 % en glissement annuel). Compte tenu de l'évolution des coûts, les risques inflationnistes sont limités d'ici la fin 1998. Une fois digérés les impacts respectifs de la dépréciation du mark sur les prix d'importation et du relèvement de la TVA de 1 point au premier trimestre 1999, (destiné à financer la réduction du taux de cotisation retraite), le rythme de croissance des prix devrait renouer avec ce rythme sous-jacent. Il ne justifierait qu'un relèvement modéré des taux directeurs en 1998, après celui qui vient d'être décidé le 9 octobre. Les anticipations d'inflation ne devraient pas freiner un lent repli des taux d'intérêt à long terme, dans le sillage des taux américains.

L'accélération de l'activité en 1998 proviendrait ainsi du relais pris par la demande intérieure, aussi bien en matière d'investissement⁸ que de consommation. La croissance allemande pourrait ainsi atteindre 2,5 % en 1997, puis 3,3 % en 1998. La politique budgétaire sera probablement légèrement restrictive en 1998, mais tiendrait compte d'une exigence de consolidation sans doute plus limitée. En effet, les dernières révisions des comptes nationaux réduisent le besoin de financement évalué pour 1996 et, par contrecoup, celui envisagé pour 1997. Les bonnes perspectives de croissance pour 1998 partent ainsi d'un point initial qui paraît davantage assaini. Enfin, certains allègements fiscaux pour les ménages, financés par des réductions d'avantages fiscaux des entreprises, ne sont pas à exclure.

En France, la demande extérieure devrait bien finir par entraîner la demande intérieure

En France, l'activité redémarre lentement : après lissage des effets saisonniers et des distorsions induites par les jours ouvrables, le PIB s'est accru d'un demi-point au premier trimestre et de trois quarts de point au deuxième trimestre 1997. L'écart entre marché intérieur et exportations est manifeste. Du début de 1996 à la mi-1997, le PIB s'est accru de 2 %, la demande intérieure de 0,6 % et les exportations de 10,9 %. La demande intérieure reste bridée par la poursuite du déstockage, l'atonie de la consommation et le repli de l'investissement.

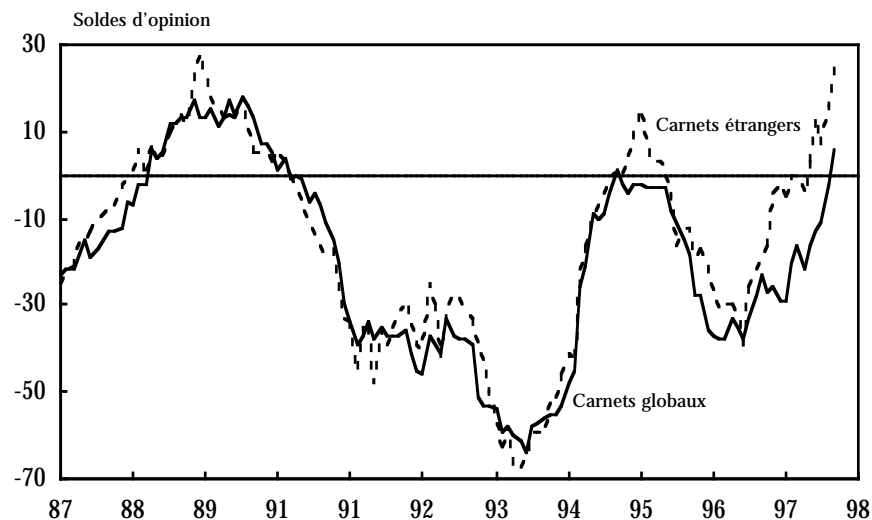
8. Du moins en matière d'équipement, l'investissement en bâtiment devant atteindre son point bas dans le courant de 1997.

Le point bas de l'activité est cependant derrière nous. Certes on peut discuter si, dans les secteurs non industriels, les entreprises anticipent une reprise ou tout juste une moindre dégradation. Mais, dans l'industrie, le redémarrage de la production est net, et les perspectives des industriels sont de nouveau favorables, après quelques hésitations entre mai et juillet. C'est dans ce secteur que l'écart entre demande intérieure et demande extérieure est le plus fort ; depuis dix ans, jamais le décalage entre carnets de commande totaux et étrangers n'avait été aussi ample et aussi durable : lors de la forte reprise économique de 1987, pourtant amorcée par un regain de demande étrangère, l'écart fut moins ample et plus bref (graphique 22).

L'interrogation majeure, tant pour la compréhension du passé récent que pour la prévision, porte sur cette dynamique. Certes, elle n'est pas spécifique à la France et concerne plusieurs pays d'Europe. En France, cependant, elle semble un peu plus accentuée : le déstockage n'est pas achevé, les projets d'investissement n'ont pas été revus en hausse et la consommation des ménages supporte encore les contre-coups à la baisse de la reprise dopée de l'automobile.

Comment peuvent alors intervenir les mécanismes d'une reprise ? L'amplification du commerce mondial et les gains de parts de marché se poursuivront. Le rééquilibrage des taux de change permet à la fois que des parts de marché soient reconquises et que la pression financière sur les entreprises soit atténuée. D'où un comportement de dépenses moins restrictif : le déstockage ralentirait, puis s'interromprait. Un redémarrage de l'investissement des entreprises est possible ; le retard pris en 1996 et 1997 et l'opinion plus optimiste des entreprises sur l'activité peuvent le

22. Carnets de commandes dans l'industrie



laisser croire, dans l'industrie du moins. C'est alors un rebond qui peut être prévu, les fluctuations de l'investissement étant en effet toujours très fortes. Si ces conditions n'étaient pas réunies (soit que l'optimisme des entreprises s'inverse, soit que les incertitudes monétaires européennes resurgissent), l'investissement ne repartirait pas du tout : la prévision médiane est donc la moins probable.

La consommation des ménages serait meilleure en 1998 qu'en 1997, grâce au redressement du revenu permis pour l'essentiel par le retour à des créations d'emplois. Mais la reprise des achats serait encore modérée. Le ralentissement des prestations sociales continue de peser et le maintien d'un taux de chômage élevé limite la progression des salaires réels. Cela signifie que la reprise des dépenses d'équipement des entreprises ne serait pas tirée par celle des dépenses de consommation. La question de la solidité de la croissance du PIB à moyen terme est donc posée.

En 1998, la croissance de 3,2 % permettrait tout juste d'amorcer une légère baisse du chômage. Le taux de chômage serait encore de 12,3 %. L'inflation resterait très faible et l'excédent du commerce extérieur continuerait de s'amplifier. La phase d'accumulation perdure donc, au-delà de toute attente. L'utilisation des excédents engrangés n'est pas encore d'actualité.

Cette prévision repose sur les hypothèses de politique économique suivantes : les taux d'intérêt à court terme suivraient les taux allemands ; les taux réels atteindraient donc 2 % environ. La politique budgétaire serait neutre. C'est donc plutôt une politique d'accompagnement que de soutien à la reprise. Aucune hypothèse n'a été faite concernant les résultats de la conférence sur l'emploi et les salaires (tableau 2).

La phase d'accumulation d'excédents extérieurs perdue

Autres temps, autres soldes ! Ainsi pourrait se résumer l'évolution toujours plus excédentaire de la plupart des composantes des échanges extérieurs. En progression depuis la fin des années quatre-vingt, le solde des échanges de biens et services constituerait cette année l'élément le plus dynamique de la croissance du PIB marchand (expliquant 1,6 point des 2,1 % de croissance).

Cette amélioration résulte essentiellement de celle des échanges de produits manufacturés. Les exportations ont été tirées au cours des derniers mois par une demande extérieure dynamique, mais ont aussi bénéficié de l'évolution des taux de change, en particulier du dollar. Elles sont, de plus, renforcées par des facteurs spécifiques, notamment dans les secteurs de l'aéronautique et de l'automobile.

**2. Principales hypothèses de la prévision France
(Hors environnement international)**

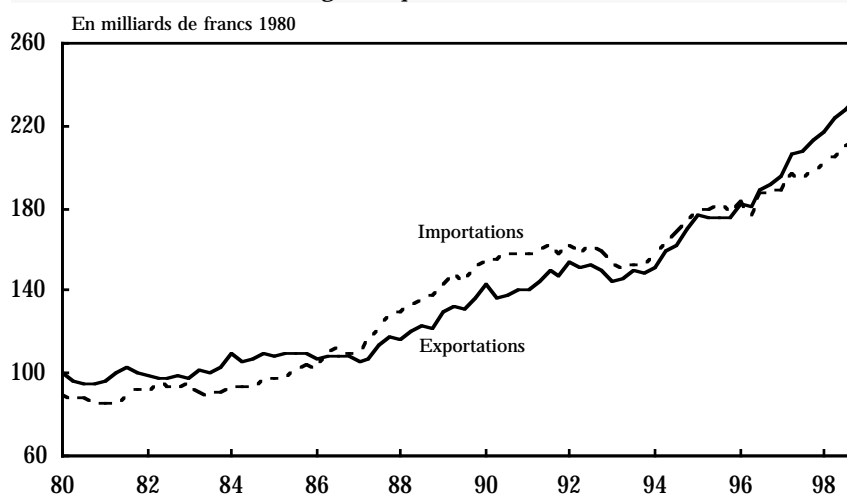
	Evolutions annuelles						
	1995	1996	1997	1998	85-93	93-96	96-98
Politique budgétaire (taux de croissance)							
Consommation des administrations (en volume)	- 2,2	1,3	0,9	1,8	3,8	- 0,5	1,3
FBCF des administrations (en volume)	- 0,4	- 1,2	- 0,7	1,0	4,5	- 0,6	0,2
Effectifs des administrations (y.c. CES et emplois jeunes)	0,8	0,7	0,2	1,0	1,1	0,9	0,6
Indice brut de la fonction publique (pouvoir d'achat)	1,0	- 0,7	- 0,7	1,3	0	0	0,3
Prestations sociales (taux de croissance, en francs constants)							
Prestations maladie	2,1	0,7	0,1	1,4	3,2	1,0	0,7
Prestations familiales	2,5	0,9	2,1	0,4	2,2	1,6	1,2
Prestations vieillesse	3,6	1,7	1,2	1,7	2,6	2,2	1,4
Prestations chômage	- 6,5	1,3	2,7	1,8	7,6	- 2,4	2,3
Prestations versées aux ménages	1,9	1,2	1,3	1,4	3,2	1,3	1,3
Pression fiscale (en %)							
Taux de cotisation employeurs (SQS-EI)	35,6	36,2	36,6	36,6	34,9	35,5	36,5
Taux de cotisation salariés* (SQS-EI)	17,6	18,0	16,7	16,9	16,4	17,7	17,2
Taux de prélèvement obligatoire (en % du PIB)	44,5	45,8	46,0	45,8	44,0	44,6	45,9
dont :							
- Impôts indirects	15,0	15,5	15,7	15,5	15,2	15,0	15,6
- Impôts direct ménages*	7,5	8,0	8,2	8,3	6,9	7,6	8,1
- Impôts direct entreprises	1,7	1,7	2,0	2,0	1,8	1,6	1,9
- Impôts direct banques	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
- Cotisations sociales*	19,3	19,7	19,3	19,3	19,2	19,4	19,4
Politique de l'emploi (moyenne)							
Emplois publics (variation en milliers)	45	37	10	58	57	47	34
dont :							
- Emplois type CES (dont emplois jeunes)	57	- 32	- 18	71	32	18	27
- Stages jeunes	- 4	- 2	0	0	9	- 13	0
- Stages adultes	4	- 9	- 8	- 1	15	- 6	- 5
Population active effective/tendancielle (en %)	96,5	96,5	96,5	96,7	98,1	96,7	96,5
Population active tendancielle (variation en milliers)	170	167	175	167	213	167	171
Hypothèses de taux							
Taux du marché monétaire	6,4	3,7	3,2	3,4	9,0	6,1	3,4
Taux apparent sur la dette de l'Etat	8,6	8,2	7,7	7,3	11,3	8,8	7,7
Taux de rendement des obligations privées	7,7	6,3	5,7	5,6	9,5	7,2	5,9

* Au 1er janvier 1998, une baisse de 4,75 points sera plus que compensée par la hausse de 4,1 points de CSG déductibles. A court terme, nous n'avons tenu compte que de l'effet net de cette mesure.

Les exportations d'Airbus seraient en forte accélération cette année, et resteraient sur un rythme élevé l'an prochain, compte tenu d'une part des commandes passées en 1996 et au cours du premier semestre 1997, et d'autre part des cadences de production prévues par Airbus Industrie. La hausse de ces exportations représenterait sur les deux années environ 2 points de la croissance des exportations industrielles (soit 1,5 cette année et 0,5 l'an prochain). Par ailleurs, alors que le marché de l'automobile était déprimé en France, après la fin de la prime Juppé, les producteurs français ont bénéficié d'évolutions favorables des marchés européens, notamment italien, et, dans une moindre mesure, espagnol, où l'instauration de primes à la casse a gonflé les immatriculations au premier semestre. Les producteurs français ont d'ailleurs gagné des parts de marché en Italie sur cette période. Dans ce secteur, le solde des échanges entre la France et l'Italie s'est accru de 3 milliards de francs sur les six premiers mois de l'année, par rapport à la moyenne des semestres précédents.

La demande mondiale adressée à la France serait plus dynamique à l'horizon de la prévision qu'en 1996 : elle progresserait de 7,3 % cette année et de 7,8 % l'an prochain (après 4,7 %). Les exportateurs français bénéficieraient aussi de gains de compétitivité-prix, à la fois du fait de la poursuite d'une évolution des prix intérieurs plus faible que celle des prix des concurrents exprimés en monnaie nationale, et de l'appréciation des monnaies des partenaires. L'appréciation du dollar face au franc serait voisine de 15 % cette année, en moyenne annuelle, et de près de 7 % l'an prochain. Compte tenu de la structure des échanges industriels, le taux de change des partenaires de la France s'apprécierait de 4 % cette année et de 0,7 % l'an prochain. Pour les seules monnaies européennes, l'appréciation serait de 3 % en 1997, notamment du fait de l'appréciation

23. Echanges de produits manufacturés



Sources : INSEE — comptes trimestriels, prévisions OFCE.

de la livre sterling, et les parités seraient stables l'an prochain. Sous ces hypothèses, les exportations de produits manufacturés progresseraient de près de 11 % en volume cette année, et de près de 10 % l'an prochain (graphique 23), faisant apparaître des gains de parts de marché chacune des deux années. Les importations progresseraient plus rapidement que l'an passé du fait de la reprise de la demande intérieure (soit une hausse des importations en volume de près de 6 % cette année et de 7 % en 1998 après 2 % en 1996).

L'excédent des échanges de produits manufacturés, qui a atteint 87 milliards de francs l'an dernier, (en données CAF-FAB, de la comptabilité nationale), soit un niveau proche de l'excédent record de 1984 (97 milliards), continuerait donc de s'accroître à l'horizon de la prévision (tableau 3 et graphique 24).

3. Evolution des soldes commerciaux *

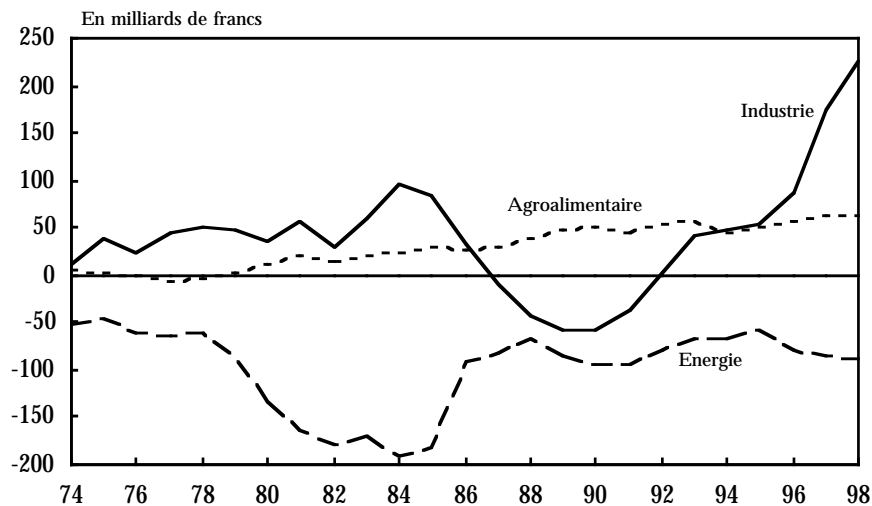
En milliards de francs

	1994	1995	1996	1997	1998
Agro-alimentaire	45	52	56	64	63
Energie	- 66	- 59	- 78	- 85	- 90
Produits manufacturés	47	53	87	174	225
Solde CAF-FAB	26	46	66	154	198
Solde FAB-FAB	80	91	113	203	251

* Au sens de la Comptabilité nationale, c'est-à-dire en ne considérant que les échanges de la France métropolitaine.

Sources : INSEE — comptes trimestriels, prévisions OFCE.

24. Soldes commerciaux



Sources : INSEE — comptes trimestriels, prévisions OFCE.

1. De la différence de couverture géographique entre les statistiques douanières et la Comptabilité nationale, et de son impact sur les soldes

Nos prévisions sont établies sur la base des comptes trimestriels de l'INSEE, qui considèrent les échanges de la France métropolitaine avec le reste du monde. Elles ne sont pas comparables aux statistiques douanières, qui, depuis le 1er janvier 1997 évaluent les échanges extérieurs de la France, y compris les quatre départements d'Outre-mer.

Pour l'année 1996, la prise en compte des échanges y compris DOM, conduit à relever les importations et à réduire les exportations, d'environ 1 %, et aboutit à diminuer d'environ 30 milliards de francs l'excédent CAF- FAB. La Métropole exportait l'an dernier vers les DOM des produits manufacturés à hauteur d'une trentaine de milliards. En ce qui concerne les produits agro-alimentaires, elle en exportait pour un peu plus de 5 milliards, mais en importait pour plus de 2 milliards.

Les prix de l'énergie importée, exprimés en dollars, diminueraient de 6,5 % en 1997 puis de 4,9 % en 1998. Toutefois, du fait de l'appréciation du dollar, les prix exprimés en francs progresseraient de 7,5 % en 1997 et de 1,6 % en 1998. La demande intérieure serait plus vigoureuse en 1998. Aussi, le solde énergétique se dégraderait à l'horizon de la prévision. L'excédent des échanges agro-alimentaires serait plus élevé cette année, à la fois du fait de plus fortes exportations agricoles et agro-alimentaires. Au total, l'excédent de la balance commerciale continuerait à s'amplifier.

Les soldes de la plupart des composantes des échanges de services s'amélioreraient cette année. L'excédent touristique atteindrait un niveau record, bénéficiant notamment des évolutions des taux de change. Il serait de plus de 60 milliards de francs (54 milliards en 1996), les recettes ayant fortement progressé au cours du premier semestre. La capacité de financement de la Nation serait excédentaire de plus de 2 points de PIB cette année, et de près de 3 points de PIB l'an prochain (après 1,5 point de PIB au cours des deux dernières années).

Jusqu'où l'excédent ira-t-il ? Notre prévision fait aujourd'hui apparaître des excédents, commercial et courant, plus élevés pour cette année, qu'envisagé au printemps ou à l'été dernier. Ceci résulte, pour 1997, en grande partie d'un premier semestre meilleur que prévu, notamment du fait d'exportations plus vigoureuses, ce qui entraîne un effet de base plus important en 1998. Sauf à supposer que la croissance française puisse être beaucoup plus forte que celle de nos partenaires, ou que les mouvements des taux de change soient très différents de ce que nous avons envisagé (par exemple si le dollar baisse ou si les monnaies du Sud de l'Europe et la livre sterling, se déprécient en cas de crise des marchés financiers au moment des décisions sur l'euro), il est difficile d'entrevoir

une stabilité, et *a fortiori* une réduction de la capacité de financement de la Nation à l'horizon 1998.

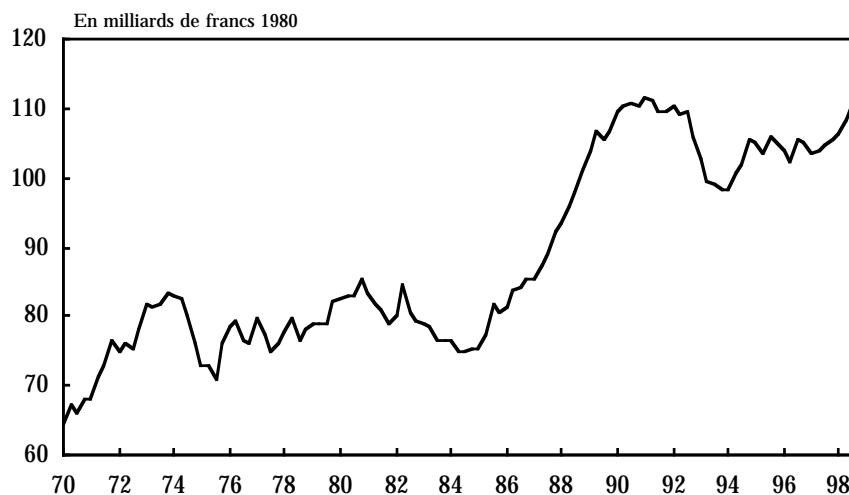
Investissement : la fin du blocage ?

Avec un recul de 1,3 % au premier trimestre 1997, suivi d'une hausse de 0,6 % au deuxième, l'investissement des entreprises continue à stagner comme il le fait depuis le début de 1995 (graphique 25). Un profil atone s'est imposé depuis deux ans et demi, démentant à chaque fois les prévisions de reprise. En définitive, l'investissement des entreprises reste, à l'heure actuelle, inférieur de plus de 6 % à son maximum du deuxième trimestre 1991.

Il semble, comme en 1975, qu'après le mouvement de reprise postérieur à la récession, les dépenses aient rapidement plafonné. Le ralentissement de l'activité au début de 1995 a certes freiné l'investissement d'extension des capacités de production. Mais plus fondamentalement, les entreprises paraissent avoir différé le renouvellement, attendu, des équipements issus de la précédente vague d'achats, initiée il y a plus de dix ans maintenant. Pourtant, depuis quelques années, l'épargne dégagée par les entreprises est suffisante pour financer des dépenses plus élevées, ce qui n'était pas le cas dans la seconde moitié des années quatre-vingt. Le blocage, en apparence, n'est donc pas d'ordre financier.

L'obtention de taux d'autofinancement largement supérieurs à 100 % va au-delà du simple respect de la contrainte financière appréhendée sous l'angle des seuls flux de financement : elle témoigne de ce que les ressources sont délibérément affectées à un autre usage que les dépenses

25. Investissement des entreprises



Sources : INSEE — comptes trimestriels, prévisions OFCE.

en capital. Ainsi, en maintenant le taux d'investissement à des niveaux historiquement faibles, les entreprises cherchent-elles à éliminer leur besoin de financement et, partant, à se désendetter.

La permanence de taux d'intérêt réels élevés constitue le frein à la reprise de l'endettement. La désinflation, et même la déflation dans les secteurs industriels, a neutralisé le fort recul des taux d'intérêt nominaux observé depuis quatre ans. Elle pénalise les débiteurs structurels, comme les entreprises, qui réagissent alors en se désendettant de manière inaccoutumée. Elle entame également la profitabilité du capital physique mis en œuvre et, par là, s'oppose à l'engagement de dépenses nouvelles.

Le gel des dépenses relève aussi pour partie d'un comportement spéculatif des chefs d'entreprise ; en effet, les baisses de prix des biens d'équipement enregistrées depuis quatre ans, du fait de l'affaiblissement de la position concurrentielle des offreurs sur le marché, peuvent en retour inciter les demandeurs à différer les achats dans l'attente de nouveaux reculs.

Il résulte de cette situation un fort ralentissement de la croissance du volume de capital brut. Dans l'ensemble des branches marchandes, elle s'est réduite de moitié entre 1990 et 1996, passant de 3,4 % à 1,8 %. Dans l'industrie manufacturière qui, aujourd'hui, a réduit son volume d'investissement de plus de 25 % par rapport au pic de 1990, le stock de capital a quasiment cessé de croître : il évolue désormais à un rythme voisin de 0,5 % l'an, contre plus de 3,5 % en 1990⁹.

La faiblesse de la croissance du stock de capital s'est paradoxalement accompagnée d'une évolution plus vigoureuse des capacités de production, évaluées dans l'industrie en majorant la production effective des marges de capacité de production tirées de l'enquête trimestrielle de conjoncture. Selon cet indicateur, les capacités auraient crû de près de 6,5 % de 1994 à 1996, tandis que le stock de capital ne se serait élevé que d'un peu plus de 1,5 % durant la même période. Les entreprises ont donc davantage utilisé les matériels en place : selon l'enquête de la Banque de France, la durée d'utilisation des équipements a augmenté de près de 5 % de 1994 à 1996.

L'utilisation plus intense des équipements existants a donc été la réponse apportée par les entreprises à l'affaiblissement de la croissance du capital productif liée au blocage de l'investissement. Mais de tels arbitrages ne pourraient se prolonger durablement sans entraîner, *in fine*, un vieillissement de l'appareil productif. Ils ont vraisemblablement renforcé maintenant la nécessité d'un renouvellement des équipements.

9. On gardera à l'esprit que les évaluations du stock de capital établies par la comptabilité nationale sont imprécises. En l'absence de mesure directe, le stock est mis à jour en intégrant l'investissement de l'année et en retranchant les générations anciennes déclassées. Le volume des déclassés est calculé en supposant constante la durée de vie des générations de capital ; fondée sur des hypothèses anciennes, elle revêt aujourd'hui un caractère vraisemblablement approximatif.

Pour l'heure, les indicateurs délivrent des signaux contradictoires. Dans l'ensemble de l'industrie, les révisions de projets pour 1997 ont été quasiment inexistantes entre l'enquête de janvier et celle d'avril : + 2 % puis + 3 % en valeur (chiffres non corrigés du biais). Elles témoignent de la rétention des budgets dès lors que de fortes révisions en hausse lors des premières enquêtes ont souvent, dans le passé, été le signe d'une croissance vigoureuse des dépenses. Les grandes entreprises industrielles, interrogées en juillet pour l'enquête sur les facteurs de production, ne déclarent pas non plus de réelle accélération de leurs investissements, + 4 % contre + 3 % en valeur à l'enquête de janvier. Il semble cependant que les chefs d'entreprise aient une perception imprécise de l'évolution du prix des biens d'équipement ; ils déclarent des hausses de l'ordre de 1 %, en contradiction avec les autres sources d'information qui témoignent de baisses franches. Ainsi, dans le cadre des budgets annuels annoncés, la croissance du volume des dépenses pourrait-elle être plus ample.

D'après les indicateurs liés aux évolutions infra-annuelles de l'investissement, les perspectives semblent meilleures pour la seconde moitié de l'année. Les industriels interrogés à l'enquête de juin prévoient une amélioration de leur trésorerie au second semestre 1997 ; en lien avec ces anticipations, l'opinion sur les intentions de dépenses s'est, elle aussi, redressée. En outre, l'activité du commerce de gros en biens d'équipement a semble-t-il été dynamique en juillet-août : l'opinion des grossistes sur le volume des ventes s'est sensiblement élevée en septembre, après une année de stagnation à bas niveau. Enfin, l'amélioration des signaux de prix dans l'industrie en 1997 renforce l'hypothèse d'un dégel des dépenses au second semestre de cette année. Mais, compte tenu du mauvais début d'année, l'investissement des entreprises du secteur concurrentiel serait quasiment stable en 1997, en moyenne annuelle.

Les perspectives pour 1998 s'annoncent toutefois meilleures. La baisse des prix de production dans l'industrie manufacturière pourrait ralentir fortement en 1997, puis s'interrompre en 1998. Ce mouvement serait le principal facteur de la décrue des taux d'intérêt réels : le recul des taux nominaux serait modeste en 1997, et s'interromprait en 1998.

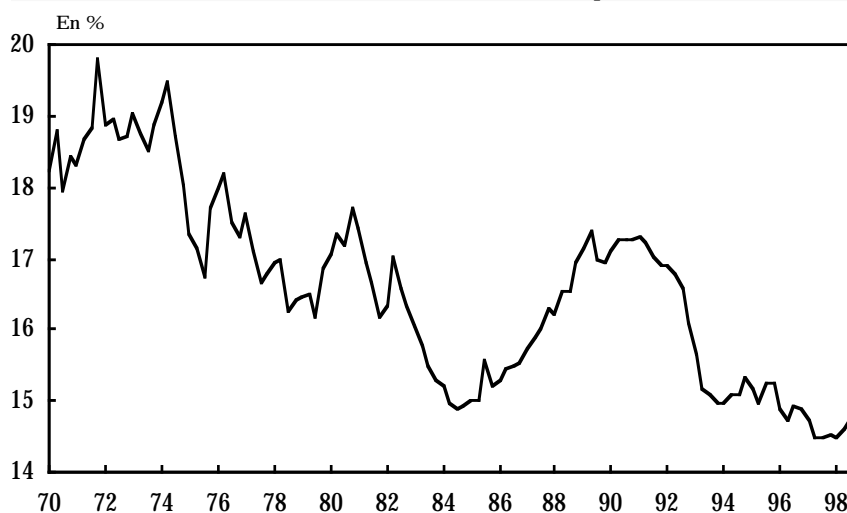
Les taux d'intérêt réels reviendraient ainsi à des niveaux voisins de ceux observés dans la première moitié des années quatre-vingt ¹⁰. Le changement serait de grande ampleur au regard de la situation qui s'est imposée depuis dix ans. Il pourrait inciter fortement les entreprises à retrouver un comportement normal d'endettement, mais probablement au-delà de l'horizon de la prévision. Il restaurerait aussi la profitabilité du capital productif et pousserait les entreprises à engager des dépenses.

10. Voir Hervé Péléraux : « Taux d'intérêt aux entreprises, le surplomb », *La Lettre de l'OFCE*, n° 164, juin 1997.

L'investissement des entreprises s'engagerait ainsi sur la voie de la reprise. Selon notre prévision, les dépenses en volume pourraient s'élever de plus de 4,5 % en moyenne l'année prochaine. La croissance d'ensemble pâtirait toutefois du recul des investissements des Grandes Entreprises Nationales, évalué à 6,1 % en volume, dans le prolongement du repli observé depuis 1993. Pour les entreprises des seuls secteurs concurrentiels, les dépenses progresseraient de presque 6 %. La croissance serait la plus vive dans l'industrie, mais avec une progression de 9 %, les dépenses seraient encore inférieures de près de 20 % au niveau atteint à la fin du cycle précédent. La reprise de l'accumulation enrayerait le déclin du taux d'investissement, quasi continu depuis la récession de 1993 (graphique 26). Il se stabiliserait à la fin de 1997, puis se retournerait l'année prochaine. Mais la modestie du redressement associé à la prévision illustre clairement l'ampleur du retard à combler dans l'avenir.

Les marges de financement dégagées par les entreprises seront toujours abondantes. Le taux de marge, resté structurellement à haut niveau depuis la fin des années quatre-vingt, profitera d'un regain conjoncturel lié, d'un côté à l'interruption du mouvement de désinflation, et de l'autre, aux retards d'ajustement de l'emploi qui doperont la productivité du travail. L'épargne sera gonflée par la poursuite de l'allègement des charges importantes d'intérêt. La baisse conséquente, depuis 1993, des taux nominaux consentis aux entreprises prolongera, jusqu'à l'année prochaine, la réduction du coût moyen de la dette. Par ailleurs, l'encours de la dette continuera de se contracter.

26. Taux d'investissement des entreprises*



* Investissement rapporté à la valeur ajoutée brute (SQS-EI).
Sources : INSEE — comptes trimestriels, prévisions OFCE.

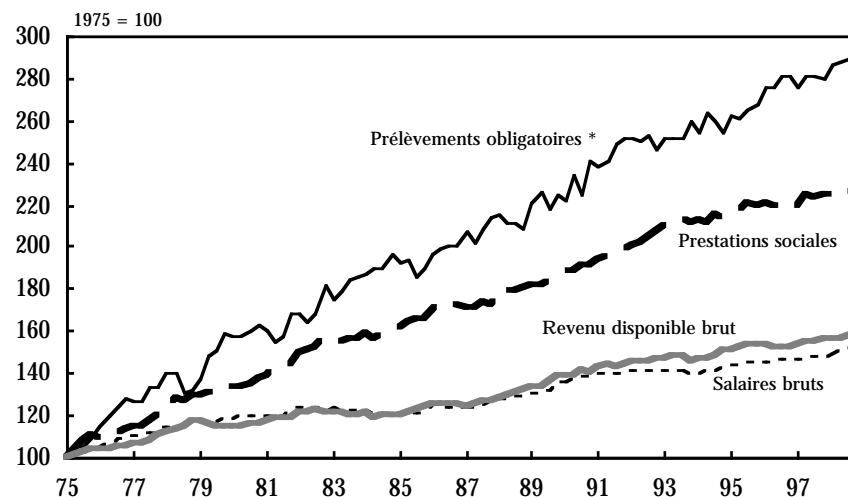
La majoration exceptionnelle de l'impôt sur les sociétés en 1997 et 1998, à hauteur de 22 et 18 milliards, devrait toutefois entamer la progression de l'épargne. Mais, en tout état de cause, elle ne pourra éliminer le sur-financement de l'accumulation observé depuis plusieurs années. Le retour du secteur des entreprises à une position débitrice n'est donc toujours pas entrevu dans l'immédiat.

Le pouvoir d'achat du revenu se redresserait, mais modérément

Après une année 1996 particulièrement médiocre, le pouvoir d'achat des revenus accélérerait en 1997 puis en 1998. Cependant, sa progression resterait lente au regard des évolutions historiques (graphique 27). En effet, l'année 1996 a été marquée par une stagnation du pouvoir d'achat des ménages (+ 0,1 %), une évolution qui s'est expliquée en partie par la faiblesse de la croissance (le PIB avait progressé alors de 1,5 %) mais aussi par une augmentation des transferts des ménages vers les administrations publiques qui représentait 0,6 % du RDB des ménages en 1995 ¹¹. Par ailleurs, les prestations sociales ont fortement ralenti.

La fiscalité serait moins défavorable aux ménages en 1997 et 1998 : le poids des prélèvements obligatoires (impôts sur le revenu et la propriété,

27. Composantes du revenu réel des ménages



* Les prélèvements obligatoires comprennent les impôts sur le revenu et la propriété (dont la CSG et la CRDS), les cotisations sociales des salariés et des non salariés

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

11. Cette augmentation comprenait : la suppression de l'abattement pour les salariés de 42 francs sur la CSG au 1er septembre 95, la hausse du taux des cotisations de maladie sur les revenus de transferts (retraites et allocations chômage) et l'introduction de la CRDS.

CSG, CRDS, cotisations sociales des salariés et des non salariés) dans le revenu se stabiliserait à 23 % en 1997 et progresserait de 0,4 point en 1998 (la pression fiscale apparente avait progressé de 1,1 point en 1996). En effet, le basculement de 4,75 points du taux de cotisation maladie vers 4,1 points de CSG déductible, le prélèvement supplémentaire de 1 % sur les produits d'épargne et la limitation de certaines déductibilités de l'impôt sur le revenu (emplois familiaux, loi Pons) viendraient légèrement alourdir les prélèvements fiscaux et sociaux pesant sur les ménages.

En ce qui concerne les prestations sociales, leur croissance resterait modérée (tableau 4). Les prestations vieillesse continueraient d'enregistrer les effets de la réforme de 1993¹². Les prestations familles bénéficieraient en 1997 du triplement de l'Allocation de rentrée scolaire, d'une revalorisation de la base des allocations qui permet de conserver le pouvoir d'achat¹³, ainsi que de la réforme des aides au logement (APL). En 1998 en revanche, la mise sous condition de ressource des allocations et la diminution de l'AGED¹⁴ pèseraient sur la progression des prestations famille. Les prestations maladie ont ralenti à la fin de 1996 (graphique 28) : les médecins, par peur de pénalités en cas de dépassement des objectifs de dépenses, ont ralenti leurs prescriptions, qui ont repris ensuite le lent rythme de progression qu'elles connaissaient depuis 1994. Par ailleurs, l'absence de revalorisation des honoraires a contribué à la modération des prestations de santé. Nous avons admis que les prestations en volume maintiendraient leur tendance récente, tandis que les prix s'élèveraient par augmentation des honoraires conventionnés. Enfin, les prestations chômage bénéficieraient en 1997 de la convention de

4. Evolution des prestations sociales par risque (francs constants)

En %

Risque couvert	1995		1996		1997		1998	
	G. *	M. *	G.	M.	G.	M.	G.	M.
Santé	1,2	2,1	0,1	0,7	0,9	0,1	1,5	1,4
Vieillesse	4,2	3,6	0,4	1,7	1,5	1,2	1,8	1,7
Famille	2,3	2,5	1,3	0,9	2,7	2,1	- 0,9	0,4
Emploi	- 5,1	- 6,5	3,9	1,3	2,3	2,7	1,5	1,8
Total	2,1	1,9	0,6	1,2	1,7	1,3	1,3	1,4

* G. pour glissement et M. pour moyenne.

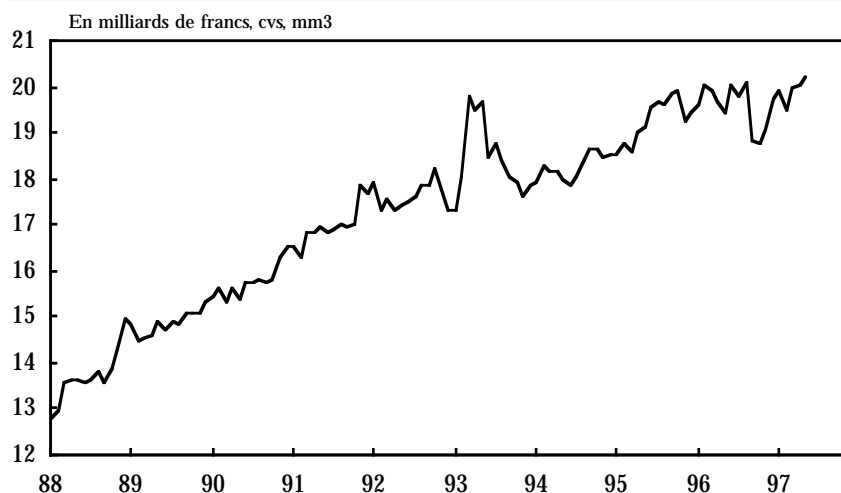
Sources : INSEE, prévisions OFCE.

12. Cette réforme touchait le régime général et les régimes complémentaires ARRCO et AGIRC.

13. Nous n'avons pas tenu compte ici d'un rattrapage pour les allocations familiales, des conséquences de la non-revalorisation de 1996. Cette absence de revalorisation a été sanctionnée par le Conseil d'état.

14. Aide pour la Garde d'Enfant à Domicile : la caisse d'assurance famille prenait en charge 100 % des cotisations employeurs liées à ce mode de garde, elle n'en prendrait désormais que 50 %.

28. Dépenses d'assurance maladie hors hôpitaux



Sources : Caisse nationale d'assurance maladie, calculs OFCE.

l'UNEDIC du début de l'année qui a abouti à allonger la durée d'indemnisation pour les allocations les plus courtes. En 1998, la légère baisse du chômage contribuerait à ralentir ces prestations.

Le surcroît de croissance n'a pas permis d'accélération des revenus d'activité entre 1996 et 1997. De fait, les coûts salariaux unitaires ralentiraient encore en 1997, les entreprises bénéficiant de gains de productivité et du ralentissement des salaires nominaux avant de nouvelles embauches. En 1998, les salaires réels accéléreraient modérément, l'emploi croîtrait et l'activité des entrepreneurs individuels bénéficierait de l'élargissement de la croissance à des secteurs plus tournés vers la

5. Croissance du revenu réel des ménages

En %			
Taux de croissance en moyenne annuelle	1996	1997	1998
Excédent brut d'exploitation	1,1	1,1	2,0
dont : Entrepreneurs individuels	- 0,7	0,3	0,8
Salaires nets (1)	0,7	2,5	2,3
dont : Salaires bruts	1,1	0,9	2,5
Cotisations (1)	3,1	- 6,1	3,4
Prestations sociales	1,2	1,3	1,4
Revenus de la propriété et de l'entreprise (nets)	3,4	2,0	- 3,7
Impôts sur le revenu et le patrimoine	7,2	3,7	4,3
Somme des prélèvements sociaux et fiscaux	5,3	0,4	3,6
Revenu disponible réel	0,1	1,2	1,7
Prix à la consommation	1,8	1,4	1,3

1. Au 1^{er} janvier 1998, une baisse de 4,75 points sera plus que compensée par la hausse de 4,1 points de CSG déductibles. A court terme, nous n'avons tenu compte que de l'effet net de cette mesure.

Sources : INSEE — comptes trimestriel, prévisions OFCE.

demande intérieure (tableau 5). L'indice de la fonction publique progresserait un peu plus rapidement que l'inflation, permettant le rattrapage d'une partie de la perte de pouvoir d'achat due à la non revalorisation de l'indice en 1996 (1,5 % sur 1,9 %). Le salaire moyen individuel dans l'administration publique progresserait de 3,6 % en valeur en 1998, après 1,7 % en 1997.

La consommation des ménages reflète les à-coups du marché automobile

Après l'arrêt de la « prime qualité » (ou « Juppette »), les immatriculations mensuelles sont restées à un niveau faible, inférieur à la moyenne observée en 1993 (l'année la plus médiocre depuis 1970, avant l'instauration de la prime à la casse ou « Balladurette ») jusqu'en juillet. Compte tenu du surcroît de consommation observé en 1996, les immatriculations chuteraient de 18,6 % en 1997 si elles restaient à leur niveau de septembre 1997. Certes, une amélioration se dessine depuis la rentrée, mais elle n'empêchera pas une diminution de plus de 15 % des immatriculations en 1997. En 1998, les immatriculations pourraient progresser de 7 % pour retrouver un rythme moyen de 160 000 immatriculations par mois. Par ailleurs, la consommation de produits pharmaceutiques reste limitée par la modération des prescriptions médicales. Cependant, la consommation des autres produits manufacturés (hors pharmacie et automobile) reste dynamique. Elle a progressé à un rythme proche de 0,5 % par mois de décembre à août. A court terme, cette consommation pourrait poursuivre sa croissance grâce à plusieurs facteurs. Le triplement de l'allocation rentrée scolaire est une mesure favorable à la consommation. Les produits d'équipement du foyer ont progressé à un rythme rapide à la suite au déblocage du marché du logement (achat de logements neufs et changements de domicile dans l'ancien). La confiance des ménages est restée à un niveau élevé après les élections (qui sont traditionnellement un moment de regain d'optimisme des ménages).

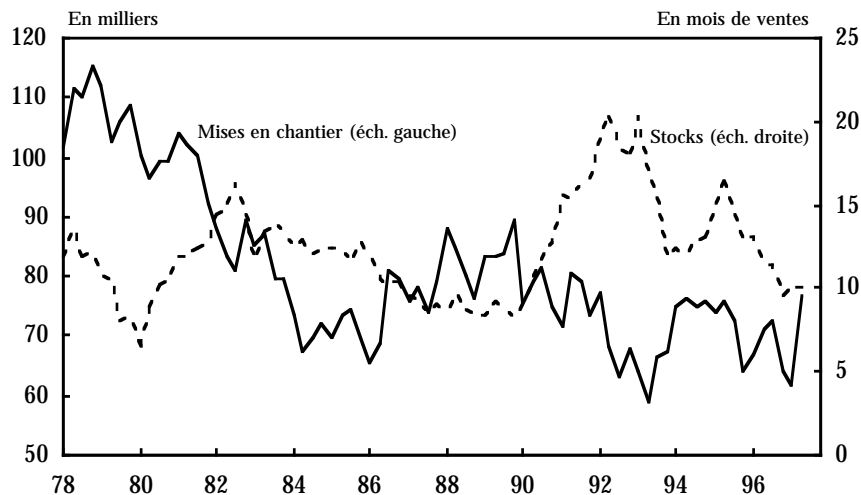
L'amélioration du marché du logement se confirme

Parmi les facteurs tangibles d'amélioration du climat, tous les indicateurs du marché du logement sont orientés favorablement (graphique 29). Sur le marché du logement neuf, les stocks des promoteurs ont continué de diminuer, jusqu'à ne plus représenter que 10 mois de vente. Aussi, les mises en vente de logements ont-elles repris depuis le troisième trimestre de 1996. Certes, l'amélioration provient essentiellement des maisons individuelles qui ont le plus bénéficié de la création du prêt à taux zéro. Cependant, la loi Périssol devrait permettre la reprise du logement collectif. L'enquête de juillet auprès des promoteurs a mon-

tré un regain d'optimisme dans la profession : la demande de logements devrait continuer à croître, les prix sont mieux orientés, y compris les prix des terrains, les clients potentiels ont des capacités de paiement plus adaptées. En ce qui concerne le marché de l'ancien, les résultats pourraient être plus chaotiques : la baisse des droits de mutation a pris fin à la fin du mois de février, ce qui a entraîné une brusque augmentation du nombre des transactions au dernier trimestre 1996 et plus modestement au premier trimestre 1997. Cependant, la baisse des prix se modère, selon les enquêtes auprès des notaires.

A plus long terme, le faible niveau des taux d'intérêt proposés par les banques et la stabilisation du prix des logements devraient amener certains ménages à se porter sur le marché de l'immobilier. L'amélioration du marché du travail, en réduisant les incertitudes sur les revenus futurs, encouragerait par ailleurs cette évolution.

29. Construction et stocks de logements



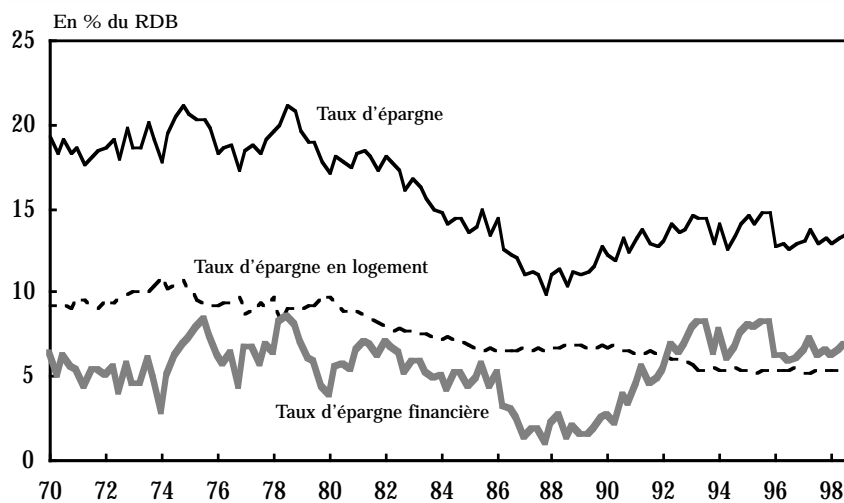
Source : Ministère du Logement.

Le taux d'épargne financière se stabiliserait

Dans un contexte de faible croissance du revenu, les ménages ont eu recours au crédit pour financer leurs dépenses. Tout d'abord, les primes à la casse des automobiles, puis la perspective de déductibilité des intérêts ont encouragé les ménages à contracter des crédits à la consommation dès 1996. Par la suite, l'amélioration du marché de l'immobilier a incité le recours aux crédits à l'habitat. Cependant, le taux d'endettement des ménages (encours de crédit / revenu disponible brut) reste en-deçà de son niveau du début des années quatre-vingt-dix, ce qui ne les

contraindra pas à épargner pour réduire leur endettement. Le taux d'épargne financière des ménages se stabiliserait autour de 6,6 % : la part des dépenses (consommation + logement) dans le revenu des ménages resterait inchangée. Compte tenu de l'évolution de l'investissement logement, cela entraînerait une légère hausse du taux d'épargne brut des ménages de 12,8 % en 1996 à 13,2 % en 1997 et 13,3 % en 1998 (graphique 30).

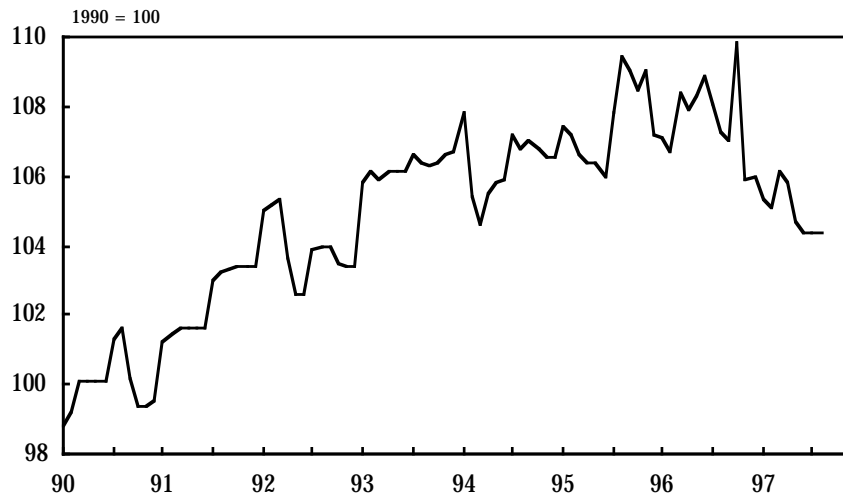
30. Taux d'épargne des ménages



La faible hausse des prix...

Les récentes évolutions des prix sont pour le moins modérées : les prix à la production baissent, les prix à la consommation ralentissent encore. Ainsi, l'indice des prix à la consommation n'avait jamais progressé sur 12 mois plus lentement qu'au mois de juillet (+ 0,8 % en glissement annuel) depuis l'après-guerre. Cette évolution exceptionnelle tient à plusieurs éléments. Tout d'abord, un certain nombre d'entreprises du service public ont fortement ralenti, voir baissé leur prix : les nouvelles politiques tarifaires mises en place par France Télécom, la SNCF et les compagnies aériennes ont abouti à une progression de seulement 0,4 % du prix des services publics en un an. Ensuite, l'arrêt des primes à la casse pour les automobiles a été plus que compensé par des rabais agressifs sur les prix des automobiles dans un marché déprimé (graphique 31). Enfin, les loyers ralentissent encore du fait du lent ajustement du logement à la suite de la crise qu'il a traversée. Ces éléments ont une origine conjoncturelle et devraient s'atténuer dans les mois à venir : les réductions de prix sur les transports apparaissent moins importantes,

31. Prix à la consommation des automobiles



une demande moins médiocre devrait permettre de stabiliser les prix des automobiles, la reprise sur le marché du logement devrait permettre le redressement du rythme d'évolution des loyers.

Les éléments de formation des prix se sont orientés vers une reprise. La remontée du cours des matières premières en devises a été suivie par celle du dollar. Ces deux phénomènes devraient mettre un terme au comportement déflationniste des industriels. Dès le début de 1996, les prix à la production des biens intermédiaires ont marqué ce revirement. Celui-ci s'est diffusé aux biens de consommation à la fin 1996. Enfin, la baisse des prix de production des biens d'équipement a cessé d'accélérer au cours du premier trimestre 1997. Une stabilisation a également eu lieu dans le secteur de l'automobile et des transports terrestres, mais à un niveau extrêmement dégradé, si bien que ce secteur se démarque des autres par des perspectives de prix particulièrement médiocres.

La baisse des coûts salariaux unitaires se poursuivrait en 1997 du fait de la réalisation de gains de productivité importants mais elle ralentirait en 1998. Les prix de production suivraient la même évolution, avec un ralentissement de leur baisse en 1998. Ceci ne permettrait pas une reprise des prix à la consommation des produits manufacturés à l'horizon de la prévision.

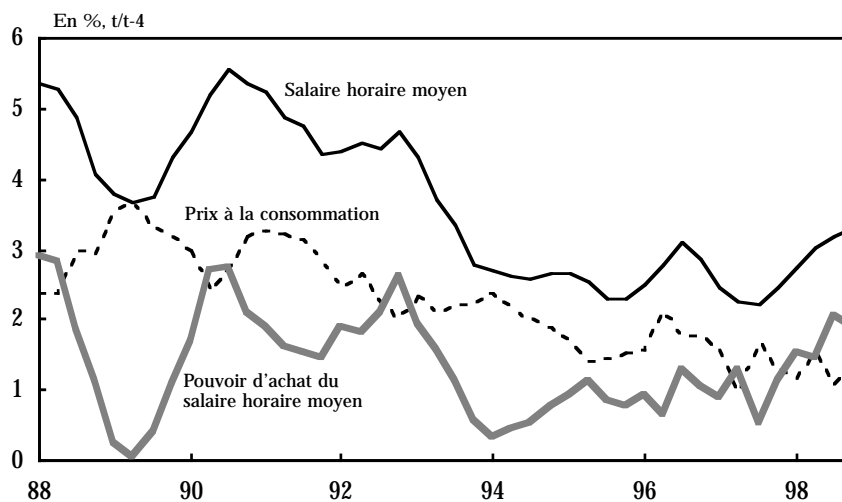
En ce qui concerne le secteur des services, plus prompt à réagir à une reprise de l'activité, les prix à la production accéléreraient en 1998, tout comme les prix à la consommation. L'effet du dollar serait très peu supérieur à celui de l'impact direct de la hausse des cours de l'énergie. Aussi les prix à la consommation progresseraient-ils de 1,4 % en moyenne annuelle sur 1997 et de 1,3 % en 1998.

... fondera encore les gains de pouvoir d'achat des salaires individuels

Au cours des derniers mois, le salaire moyen de base a progressé à un rythme stable de 2,2 % en terme nominal. Aussi la progression du pouvoir d'achat des salaires a été essentiellement due au ralentissement des prix (graphique 32). Le « coup de pouce » au SMIC (+ 4 % au lieu du minimum légal de 1,8 %) devrait avoir un impact faible sur l'évolution des salaires globaux malgré ce qu'indiquent les enquêtes auprès des entreprises. En effet, les entrepreneurs ont fait état de perspectives de salaires en très forte hausse lors de la dernière enquête trimestrielle dans l'industrie. Ce résultat s'apparente à celui de 1995, où l'annonce d'un coup de pouce de l'ampleur de celui de 1997 avait amené les chefs d'entreprise à prévoir des hausses de salaires importantes. La réalité s'est avérée par la suite beaucoup moins favorable pour les salariés. En 1997 encore, l'effet d'entraînement sur l'échelle des salaires paraît faible. Ce sont les salariés les moins qualifiés qui ont bénéficié des plus fortes hausses au 1^{er} juillet 1997, y compris au sein de la catégorie des ouvriers. Ainsi, cette mesure va-t-elle resserrer l'éventail des rémunérations et amplifier le rapprochement, observé depuis 1989, entre le salaire de base des ouvriers et celui de l'ensemble des salariés. Les gains de pouvoir d'achat proviendraient encore principalement de la faiblesse de l'évolution des prix.

Pour la deuxième année consécutive, les augmentations salariales dans les entreprises publiques n'ont pas été cadrées par le gouvernement mais laissées à la négociation entre partenaires sociaux de façon à moduler les rémunérations selon les situations financières de chaque entreprise. En

32. Progression des salaires et des prix



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

vue de la privatisation partielle de certaines entreprises, cette pratique pourrait perdurer et le lien entre les salaires du secteur marchand, auquel appartiennent les entreprises publiques et les salaires de la fonction publique se détendre encore. Ainsi, les salaires nominaux accéléreraient dès la mi-1997 alors que les prix à la consommation se stabiliseraient, permettant ainsi une progression du pouvoir d'achat du salaire horaire moyen de 1 % en moyenne sur 1997 et de 1,7 % en 1998.

De dérapages en rattrapages budgétaires en 1997

Alors que la politique monétaire s'est montrée particulièrement stable au cours de l'année 1997, c'est la politique budgétaire qui a suscité le plus d'attention. En effet, l'année a été rythmée par les événements politiques, ce qui d'un point de vue budgétaire a donné lieu à un projet de loi de finances pour 1997 marqué par la réforme de l'impôt sur le revenu d'Alain Juppé, puis à la commande d'un audit des finances publiques par la nouvelle majorité et enfin à la présentation du projet de loi de finances pour 1998 qui doit parfaire la convergence vers les critères de Maastricht.

Le nouveau gouvernement a présenté le 10 juillet 1997 un décret d'avances ayant pour objet de financer les premières mesures sociales annoncées précédemment. Ainsi l'ARS (Allocation de rentrée scolaire) qui était de 1500 francs en 1995, de 1000 francs en 1996 et qui avait été budgétée à hauteur de 420 francs dans le projet de Loi de finances initiale, est portée à 1 600 francs pour tous les ménages dont les revenus nets mensuels sont inférieurs à 11 600 francs par foyer pour un enfant. Par ailleurs, des crédits d'urgence ont été débloqués pour améliorer l'accès des plus défavorisés aux cantines. Le décret d'avances permet également d'amorcer le dispositif du Plan « emplois pour les jeunes ». Ces crédits permettront de recruter de 30 à 50 000 jeunes au cours de l'année 1997. Ces emplois, d'une durée de cinq ans, seront payés sur la base du SMIC. Enfin, le troisième volet des mesures financées par le décret d'avances concerne le logements sociaux. Il s'agit d'une part de la réhabilitation de logements sociaux et d'autre part, de la revalorisation de l'aide personnalisée au logement (+ 2,3 %). L'ensemble de ces mesures représente un montant de 11,1 milliards de francs qui seront financés grâce à des économies (utilisation des crédits gelés en début d'année pour 2,5 milliards, utilisation des excédents de crédits existants pour financer initialement le Contrat-initiative-emploi, 2,5 milliards, changement d'affectation de 5 milliards de francs).

Ce redéploiement de crédits votés constitue une inflexion de la politique économique. En effet, en attente des résultats de l'audit sur les finances publiques pour décider de nouvelles mesures, le gouvernement a délibérément opté pour un abandon de l'objectif de 3,0 % de déficit en 1997. Les crédits qui avaient été gelés par Alain Juppé en début d'année

et dont l'annulation ne faisait aucun doute, ont été utilisés en dépenses nouvelles. L'évaluation de la situation budgétaire française, qui avait été commandée au cours du mois de juin à deux magistrats de la Cour des Comptes, a confirmé le dérapage des comptes publics, situant le déficit en cours d'année entre 3,5 et 3,7 % du PIB.

D'après l'audit, ce dérapage concernant le déficit de l'Etat provient pour environ 15 milliards de francs de pertes sur les recettes fiscales escomptées et pour environ 12 à 20 milliards de dépassement des dépenses. C'est également le manque de cotisations sociales qui alourdit le déficit du régime général de la Sécurité sociale d'environ 5 à 8 milliards de francs.

Afin de ramener le déficit pour l'année 1997 vers les 3 % imposés par le traité de Maastricht, le gouvernement a décidé de mettre en œuvre un ensemble de mesures de correction portant sur 32 milliards de francs (0,4 % du PIB) et concernant principalement les entreprises. L'impôt sur les sociétés est alourdi d'une surtaxe temporaire de 15 % (s'ajoutant à celle de 10 % décidée par le gouvernement Juppé), ce qui porte le taux de l'IS à 41,6 %. Cette mesure ne concernera pas les entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 50 millions de francs. Par ailleurs, l'assiette de cet impôt est élargie puisque les plus-values (à l'exception de celles réalisées lors de cession de titres de participation) sont désormais assujetties à l'IS. Au total, l'Etat escompte des rentrées fiscales supplémentaires de 22 milliards en 1997 et 18 milliards en 1998 grâce à cette mesure ¹⁵. Outre ces 22 milliards de recettes, le gouvernement se propose de trouver les 10 milliards manquants sous forme d'économies diverses (dont 2 milliards sur les dépenses militaires).

Sur la base des rentrées fiscales connues aujourd'hui (incluant celles du mois de juillet), il semble que le dérapage soit moins fort que ne le laissait entendre le rapport sur les finances publiques. La croissance pour l'année 1997, que nous estimons à 2,1 % en volume et 2,9 % en valeur, serait légèrement inférieure à celle sur laquelle avait été construite la Loi de finances initiale (2,3 % en volume et 3,5 % en valeur). Les rentrées fiscales seraient donc spontanément en léger retrait. Cependant, le meilleur rendement de certains impôts (comme l'IS) compense partiellement le manque à gagner sur les recettes.

La progression de la masse salariale totale serait particulièrement faible en 1997 (2,3 % après 2,9 % en 1996), le salaire moyen progressant seulement de 2,4 % (GVT inclus). Les cotisations sociales progresseraient donc peu, ce qui viendrait accroître le déficit des administrations de Sécurité sociale. Par ailleurs, alors que l'UNEDIC faisait apparaître

15. Le rendement escompté est supérieur en 1997 car, compte tenu du mode de paiement de l'IS, les entreprises vont payer en même temps que leur acompte de décembre 1997 un complément de taxation portant sur les plus-values réalisées au cours de l'année 1996 et qui avoisinaient les 40 milliards de francs. Ce n'est qu'au printemps 1998 que l'ajustement sera fini en ce qui concerne les plus-values (plus faibles) de 1997.

de larges excédents en 1995 et en 1996, ce ne sera pas le cas en 1997, ni même en 1998. En effet, un certain nombre de dépenses ont été mal estimées dans le budget prévisionnel de cet organisme en 1997 (l'AFR, allocation de formation reclassement et surtout l'ARPE, allocation de remplacement pour l'emploi qui finance les préretraites). En conséquence, le déficit de l'ensemble des administrations de Sécurité sociale devrait être plus prononcé que prévu.

Au total, le résultat final pour 1997 devrait faire apparaître un léger dérapage et le déficit des administrations publiques devrait se situer, selon nos estimations, à 3,1 % du PIB. Ce chiffre correspond au bas de la fourchette indicative affichée par le gouvernement après les mesures de redressement de juillet. Toutefois, il serait atteint, d'après nos calculs, différemment de ce qui est annoncé, l'Etat étant moins déficitaire et les administrations de Sécurité sociale l'étant un peu plus.

La France se qualifierait donc pour l'euro, en respectant l'ensemble des critères de Maastricht. C'est en effet sur les données chiffrées de 1997 et la tendance 1998 que se fera en avril le choix des pays qui entreront dans le premier cercle de la monnaie unique. Le déficit de 1997, trop élevé de 0,1 % de PIB, ne pénalisera pas la France. L'Allemagne, qui a érigé le 3,0 % en norme absolue, ne peut, pas plus que la France, établir des comptes ayant un tel degré de précision. Un grand nombre de données ne sont connues qu'avec retard et les estimations qui sont faites pour les comptes provisoires sont souvent sujettes à d'importantes révisions. Une incertitude de l'ordre de 0,1 point de PIB (une dizaine de milliards de francs) constitue déjà une approximation très précise des comptes publics.

Une inflexion de la politique économique en 1998, qui s'appuie sur la croissance pour accroître les recettes...

Le pacte de stabilité ne permet pas aux candidats à l'euro de relâcher leurs comptes publics après 1997. En effet, et d'autant plus que les déficits pour 1997 ne feront que frôler la barre des 3 %, la sélection des pays membres se fera à la lumière des tendances prévues pour 1998. Il est donc important pour la France, dont l'adhésion à l'euro ne fait par ailleurs aucun doute, d'afficher pour 1998 un déficit des APU conforme aux exigences du Traité.

Le budget prévisionnel pour 1998 présente un ensemble de mesures (tableau 6). Celles-ci, selon les estimations officielles, devraient rapporter à l'Etat 14 milliards de plus de recettes fiscales. L'essentiel (8,8 milliards) serait supporté par les entreprises au titre de l'aménagement des provisions (5 milliards), de la suppression du régime des quirats (1,5 milliard) qui leur est exclusivement attribuée. Du côté des ménages, la hausse porterait sur 4,8 milliards résultant d'un alourdissement de 7 milliards (dont

3,2 milliards pour la suppression de la demi-part des personnes seules ayant élevé un enfant et 700 millions imputables à la baisse de l'avantage fiscal aux emplois familiaux), duquel il faut défalquer notamment 2,2 milliards au titre de la baisse de la TVA, qui profitera indirectement aux ménages. Il faut ajouter à cette augmentation des recettes de 14 milliards, les rentrées fiscales autorisées par la hausse du taux et l'élargissement de l'assiette de l'IS décidée en juillet 1997 (+ 40 milliards environ par rapport à la LFI pour 1997) et les modifications des règles de calcul des allègements sur les bas salaires (7 milliards).

Les évolutions « spontanées » des recettes, c'est-à-dire les augmentations de rentrées fiscales uniquement dues à la croissance, devraient être significatives alors même que plusieurs impôts portent sur des assiettes se référant à des agrégats de l'année précédente (IS, IR). Par ailleurs, les recettes de TVA ne devraient pas progresser très vite au regard de la hausse relativement modérée de la consommation des ménages (1,7 % en volume selon nos estimations). Le rendement de cet impôt restera peu dynamique tant que l'accélération de la croissance ne sera pas due au redressement de la demande intérieure.

Enfin, les cotisations sociales, portées par une progression plus vive de la masse salariale totale (3,8 %) devraient progresser de 3,9 % en 1998 (après 1,2 % en 1997) à fiscalité constante. Mais une des mesures importantes du plan Aubry pour le redressement des comptes de la Sécurité sociale modifie l'origine des recettes en transférant 4,75 points de cotisations sociales maladie vers la CSG qui augmentera de 4,1 points pour s'établir à 7,5 %. Cette opération a pour conséquence de donner du pouvoir d'achat aux salariés¹⁶ et de taxer davantage les revenus tirés de l'épargne. Le basculement, ainsi que l'extension de l'assiette des prélèvements, rapporteront quelques recettes supplémentaires au budget¹⁷.

Alors que les détails du projet de loi de finances pour 1998 ne sont pas encore connus, la prise en compte dans notre projection des mesures annoncées sur les recettes fiscales ainsi que l'intégration d'hypothèses vraisemblables sur les autres grands postes de recettes nous conduit à une prévision de 3,0 % pour le déficit des administrations publiques en 1998. Ainsi, alors que l'objectif d'un déficit de 3 % semblait difficilement accessible au début de l'année 1997, l'actuel gouvernement parvient à ce résultat au prix d'un certain nombre de réformes. Ce budget s'inscrit de nouveau en rupture avec ce qui avait été décidé par le gouvernement Juppé. Le programme de baisse de l'impôt sur le revenu est abandonné, une contribution plus importante des entreprises aux recettes fiscales est

16. L'opération est blanche pour les retraités et les chômeurs pour lesquels l'augmentation de la CSG se fera à hauteur de 2,8 points, c'est-à-dire exactement le même prélèvement qui était opéré auparavant sous forme de cotisations maladie. De plus, une compensation est mise en place pour les fonctionnaires qui payaient la cotisation maladie sur leur salaire et la CSG sur l'ensemble salaire et primes.

17. Voir Henri Sterdyniak : « Un bilan de la réforme récente de la CSG », *Lettre de l'OFCE*, n° 167, septembre 1997.

6. Principales mesures du budget 1998

Les mesures fiscales concernant les ménages...		Alourdissement :
Réduction d'impôt pour l'emploi d'un salarié à domicile	700 millions de francs en 1998	
Réduction du plafond de la demi-part supplémentaire accordée aux personnes seules ayant élevé un ou plusieurs enfants qui ne sont plus à leur charge	3,2 milliards de francs en 1998	
Limitation de l'exonération des produits des contrats d'assurance-vie et assimilés de plus de huit ans (pour les produits acquis postérieurement au 1er janvier 1998)	0 en 1998	
Suppression de la restitution de l'avoir fiscal lié à la distribution de dividendes s'il excède l'impôt dû	920 millions de francs en 1998	
Plans d'épargne en actions : exonérés d'impôts dans la limite de 10 % du montant des placements	50 millions de francs en 1998	
		Allègement :
Réduction d'impôt pour frais de scolarité des enfants à charge maintenue (le plan Juppé la supprimait)	1,4 milliard de francs	
Maintien des déductions pour frais professionnels de certains salariés	350 millions de francs	
Revenus fonciers : simplification de l'imposition	120 millions de francs	
Crédit d'impôt pour les dépenses d'entretien de la résidence principale (non chiffré en PLF)	environ 1 milliard de francs	
... concernant les entreprises et les ménages...		Alourdissement :
Aménagement de la loi Pons sur les investissements Outre-mer	100 millions en 1998	
Souscription de parts de copropriété de navires de commerces (quirats) : suppression des déductions.	1,5 milliard en 1998	
...concernant les entreprises		Alourdissement :
Suppression de l'avantage fiscal lié à la provision pour fluctuation des cours	1 milliard en 1998	
Aménagement des provisions pour renouvellement de biens	4 milliards en 1998	
Normalisation du régime fiscal des produits de placement des compagnies d'assurances	100 millions de francs en 1998	
		Allègement :
Crédit d'impôt pour création d'emplois : 10 000 francs par emploi créé dans la limite de 50 postes	—	
Bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise	—	
Créateurs d'entreprise : report d'imposition des plus-values de cession de droits sociaux réalisés par les créateurs d'entreprise en cas de réemploi dans les fonds propres d'une PME nouvelle	0 en 1998, 350 millions en 1999	

Source : Projet de loi de Finances.

instaurée tandis que la progression des dépenses inscrite en loi de Finances initiale est particulièrement basse (stabilisation en volume).

Le supplément non négligeable de recettes ne permet pas de mener une politique généreuse sur les dépenses. En effet, la réduction du déficit ne se fait pas entre 3,1 et 3,0 % mais entre 3,55 et 3,0 %. Le déficit de l'année 1997 a bénéficié d'une contribution de 0,45 point de PIB par la soule de France Télécom. Mais cette opération n'est pas reproductible et l'effort de redressement du déficit des administrations publiques nécessaire pour rejoindre les 3,0 % porte sur environ 50 milliards de francs.

... et une stabilisation des dépenses en volume

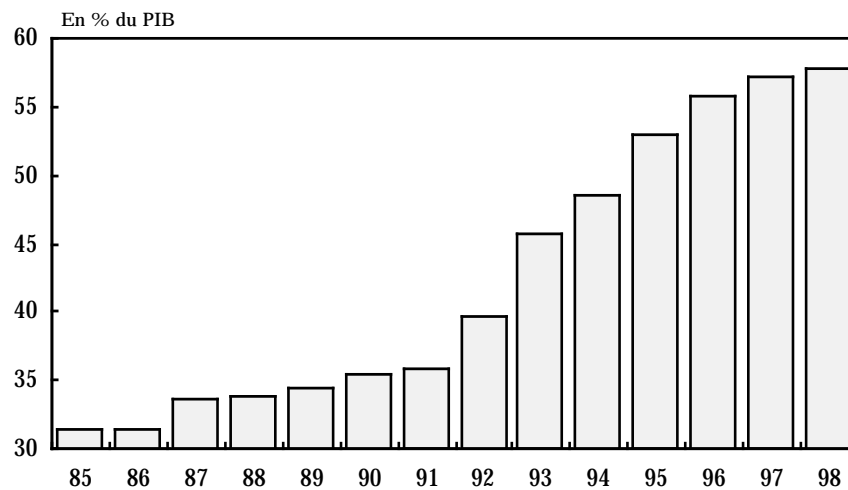
Du côté des dépenses, un certain nombre de mesures ont été annoncées afin de contrôler leur progression. Le budget est cependant contraint par deux postes particulièrement rigides : le service de la dette et la masse salariale. La marge de manœuvre dont dispose le gouvernement sur ces deux agrégats est très limitée.

La masse salariale, qui représente environ 40 % des dépenses budgétaires de l'Etat devrait être relativement dynamique. Le nombre de fonctionnaires de l'Etat ne variera guère en 1998 (une création de 500 postes est inscrite au budget) et la hausse des effectifs devrait être limitée dans les autres administrations publiques. Cependant, les emplois publics « aidés », connaîtront une vive augmentation avec l'arrivée de 150 000 emplois jeunes. Le salaire par tête dans la fonction publique augmenterait sensiblement (3,6 % pour les emplois non aidés, GVT inclus). On peut en effet supposer qu'un rattrapage partiel du pouvoir d'achat, soit 1,5 % sur les 1,9 % perdu en 1996, soit négocié. Au total, en tenant compte des emplois-jeunes, la masse salariale des administrations publiques progresserait de 4,5 % en 1998, soit davantage que celle inscrite dans le projet de Loi de finances qui s'établit à 4 %. Dans les deux cas, la masse salariale évoluerait plus vite que le total des dépenses de l'Etat. Celles-ci ne progresseraient en effet que de 1,4 %, soit à la même vitesse que l'inflation prévue. Cela signifie que la progression d'autres postes de dépenses devra être nettement réduite pour parvenir à une stabilisation du total des dépenses en volume.

La seconde dépense rigide est la charge de la dette. La baisse prolongée des taux d'intérêt a permis de réduire sensiblement le rythme de croissance du service de la dette. L'Etat, s'endettant principalement à moyen et long terme, ne commence à profiter de la baisse du coût des emprunts que lors du versement des premiers coupons ou s'il choisit de gérer la partie négociable de la dette. La progression de la charge de la dette, encore très vive en 1995 (+ 12,6 %), s'est nettement ralentie en 1996 (+ 1,9 %). Ce mouvement devrait se prolonger et le service de la

dette ne devrait quasiment plus progresser en valeur en 1998¹⁸, s'établissant autour de 235 milliards pour un déficit total de l'ordre de 260 milliards (graphique 33). La dette publique totale n'atteindrait pas le seuil des 60 % du PIB (plafond fixé par le traité de Maastricht) à la fin de 1998. La maîtrise des déficits publics conduit à une progressive stabilisation de la dette. Cependant, la stabilisation complète de la dette (à un niveau qui excéderait alors les 60 % du PIB nominal) ne pourrait se faire que si les déficits publics étaient durablement réduits autour de 2 % du PIB.

33. Dette publique consolidée



Sources : Ministère de l'Economie, prévisions OFCE.

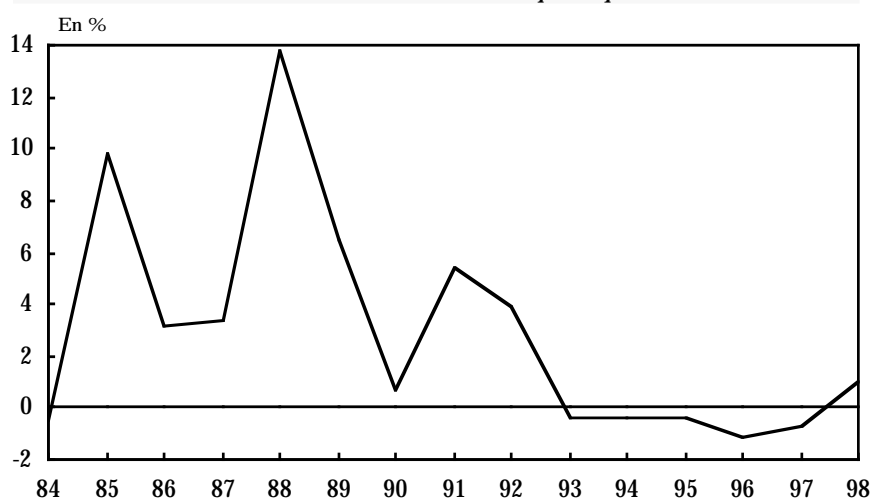
Se produirait alors un enchaînement cumulatif vertueux dans lequel la baisse du service de la dette accompagnerait la réduction du déficit, faisant apparaître un excédent primaire (hors charges de la dette) important. Ce mécanisme semble accessible à moyen terme pour la France, dès lors que le déficit primaire a été fortement réduit depuis 1995 (il passe d'environ 100 milliards à 22 milliards en 1998) et pourrait se convertir en excédent après 1998.

Les dépenses courantes et les investissements des administrations connaîtraient des évolutions ralenties et relativement contrastées d'un poste à l'autre. Sachant qu'il est plus facile de rogner sur les dépenses d'investissement que de fonctionnement, la FBCF des administrations publiques a connu un recul marqué depuis 1993. L'amélioration de la situation conjoncturelle prévue pour 1998, pourrait cependant permettre une légère reprise de l'investissement, en particulier dans les administra-

18. L'effet « boule de neige », c'est-à-dire la situation où les taux d'intérêts réels sont supérieurs au taux de croissance du PIB en volume, avait été une des causes de la dégradation du ratio dette/PIB. Cet effet disparaîtrait en 1998.

tions locales qui ont retrouvé des marges de manœuvre financières grâce notamment à de fortes rentrées d'impôts locaux (la pression fiscale, après une forte poussée en 1996, s'est ralentie et devrait continuer de croître à un rythme moins rapide mais encore soutenu en 1998). Leur FBCF croîtrait de 1 % tandis que celle de l'Etat calquerait son évolution sur celle des prix autour de 1,3 %¹⁹. Au total, la FBCF de l'ensemble des administrations publiques progresserait d'un peu plus de 1 % (graphique 34).

34. Investissement des administrations publiques en volume



Sources : Ministère de l'Economie, prévisions OFCE.

La consommation en biens et services marchands des administrations publiques progresserait assez faiblement en 1998, de 2,5 %. L'Etat limiterait ses dépenses assez nettement (moins de 1 %) tandis que les collectivités locales, particulièrement impliquées dans la mise en place du plan pour les emplois jeunes, gagneraient une marge de manœuvre et accroîtraient sensiblement leur consommation (environ 3 %).

Les administrations de Sécurité sociale devraient, dans le cadre du plan de redressement de Martine Aubry, limiter leurs dépenses. Ce plan se propose en effet de ramener le déficit du régime général de 37 milliards (estimation pour 1997) à une douzaine de milliards en 1998. Les recettes nouvelles contribueraient seulement pour moitié, ce qui suppose que de larges économies soient réalisées sur les dépenses, principalement grâce à la mise sous condition de ressources des allocations familiales et à la diminution de l'AGED. Les prestations santé, après leur fort ralentissement de fin 1996, devraient poursuivre le rythme qu'elles ont

19. C'est le cas en particulier du principal concours aux collectivités locales, la dotation globale de fonctionnement, qui augmenterait de 1,4 % en 1998.

retrouvé en 1997 et croître lentement autour de 2 % (rythme nettement inférieur à la progression des recettes).

Les mesures d'économies de dépenses ne sont pas très restrictives dès lors qu'elles interviennent en phase de reprise d'activité. Par ailleurs, la réduction du déficit des APU est obtenue en maintenant un taux de prélèvements obligatoires très élevé (45,9 % en 1998 après 46,0 % en 1997). Les mesures fiscales ont plus pour objectif de réorienter l'impôt que de le réduire.

La politique monétaire demeure accommodante

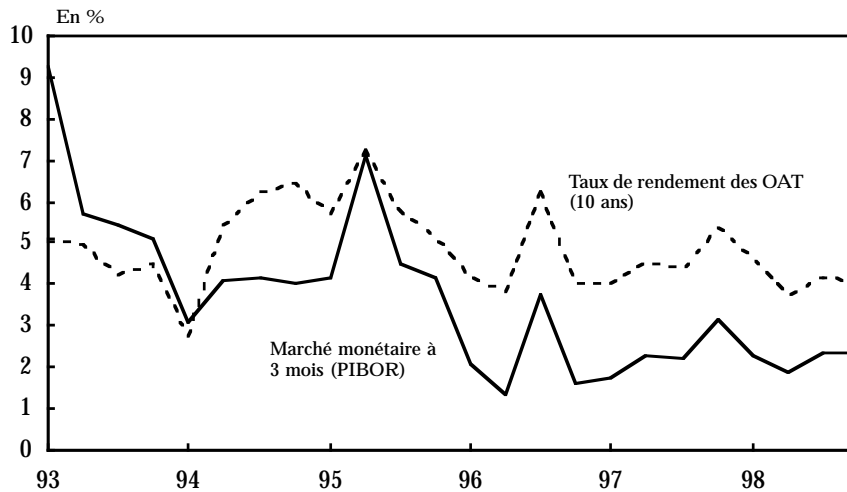
Les taux d'intérêt français, toujours dans le sillage des taux allemands, sont restés stables au cours de l'année 1997. Après la baisse amorcée depuis le début de l'année 1996, ils se stabilisent autour de 3,5 % pour les taux à trois mois et 5,5 % pour les taux à dix ans.

Le taux du marché monétaire à trois mois, après avoir connu au premier trimestre 1997 son niveau le plus bas depuis les années soixante, s'est légèrement redressé à 3,4 % et s'est stabilisé à ce niveau. Le différentiel par rapport aux taux courts allemands se situe désormais à 0,2 point. Les taux courts français pourraient se stabiliser à 3,4 % jusqu'au premier trimestre 1998, puis accompagner la légère remontée des taux allemands, annulant l'écart de taux avec ce pays jusqu'au passage à la monnaie unique.

Les taux longs ont nettement reculé jusqu'à un niveau historiquement bas, s'établissant à 5,5 % au troisième trimestre 1997, légèrement plus faible que celui des taux allemands. Le redressement des taux américains à la fin de l'année 1997 se répercuterait légèrement sur les taux allemands et français, faisant remonter ces derniers à 5,7 % au premier trimestre 1998. Toutefois, en l'absence d'inquiétude sur une éventuelle hausse des prix, et sous l'influence d'une politique monétaire américaine plus détendue, les taux obligataires retomberaient à leur niveau actuel de 5,5 %. L'écart avec les taux allemands s'annulerait au second semestre 1998.

Les taux d'intérêt réels français demeurent encore élevés, tout particulièrement à long terme, en raison d'une inflation basse. De ce point de vue, les taux réels français à dix ans sont encore relativement hauts, et se stabiliseraient en 1997 et 1998 légèrement au-dessus de 4 %. Les taux réels courts, quant à eux, se situaient fin 1996 à leur plus bas niveau depuis le début des années quatre-vingt (1,6 %). En raison de la légère remontée des taux nominaux et de la faiblesse de l'inflation, les taux d'intérêt courts réels avoisineraient 2 % à la fin de l'année 1998 (graphique 35).

35. Taux d'intérêt réels français



Sources : Banque de France, prévisions OFCE.

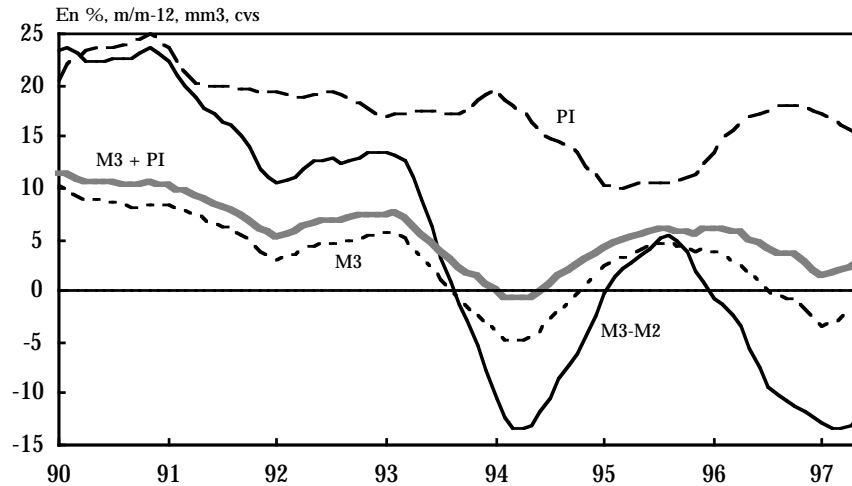
Les réallocations de placements provoquées par la nouvelle fiscalité applicable aux OPCVM depuis janvier 1996, ainsi que l'abaissement de 1 point de la rémunération des livrets A en mars 1996, n'ont pas été remis en cause au cours de l'année 1997. La désaffection pour les placements monétaires au profit des placements à long terme (obligations, actions, assurance-vie compris également dans les agrégats de placement) s'observe toujours dans la progression de l'agrégat M3+P1. Celui-ci croît à un rythme assez soutenu, de 3,4 % entre juillet 1997 et juillet 1996. Dans le même temps, le repli de l'agrégat M3 s'est sensiblement réduit (- 0,5 %, après - 3,1 % en décembre 1996). Cette évolution est due au net retrait des placements liquides rémunérés aux taux monétaires. Toutefois, la croissance des moyens de paiement s'est montrée plus dynamique dans la période récente (en un an, sa progression a été de 5,1 %), tandis que l'essor des livrets à taux administrés s'est poursuivie.

Une partie des encours de M3 continue d'être massivement déplacée vers des formes d'épargne plus rémunératrices, enregistrées dans les agrégats de placement. Ainsi P1, qui regroupe l'épargne contractuelle Plans d'épargne logement (PEL), P

ans d'épargne populaire (PEP), et titres d'OPCVM garantis, connaît une croissance de l'ordre de 15 % en rythme annuel, en léger retrait par rapport à l'année 1996 au cours de laquelle il progressait de plus de 17 % (graphique 36).

Les autres placements à long terme, tels que l'assurance-vie ou les placements obligataires, sont également restés très dynamiques. Les nouvelles mesures fiscales taxant plus lourdement les nouveaux contrats

36. Agrégats monétaires



Source : Banque de France.

d'assurance-vie devraient cependant faire reculer à terme les nouveaux dépôts.

La reprise de l'activité permet des créations d'emplois...

L'emploi salarié paraît avoir retrouvé récemment un comportement plus dynamique. Après sa quasi-stagnation en 1996, il s'est élevé de 0,4 % au premier semestre 1997, ce qui représente plus de 50 000 créations. Les deux sources d'estimation disponibles, l'enquête ACEMO réalisée par le ministère du Travail et la statistique trimestrielle de l'UNEDIC, s'accordent globalement dans leur description du mouvement d'ensemble. Quelques divergences apparaissent toutefois dans l'appréciation des mouvements sectoriels au sein des secteurs secondaires (encadré).

Au delà des irrégularités propres à chaque estimation, le fait marquant est l'amélioration sensible de la situation que décrivent les deux sources : le redressement de l'activité industrielle en 1996 a permis aux entreprises de ralentir les pertes dans la seconde moitié de l'année, et de presque les annuler aujourd'hui à la faveur de son accélération. Le bon niveau de départ de la productivité, autorisé par la forte reprise de la production en 1994, explique sans doute que l'emploi industriel réagisse mieux cette fois que dans les phases conjoncturelles passées équivalentes.

Quant au tertiaire, les sources concordent et témoignent d'une accélération des créations sur les six premiers mois de cette année : l'emploi s'y serait élevé de plus de 1 %, contre 0,7 % au semestre précédent, principalement sous l'impulsion des services aux entreprises. La progression

2. ACEMO et UNEDIC : quelques divergences

La source UNEDIC relève une stabilisation des effectifs industriels au deuxième trimestre, après, il est vrai, des pertes encore significatives au trimestre précédent, à hauteur de 0,5 %. L'enquête ACEMO, quant à elle, voit une poursuite des suppressions de postes selon le rythme de 0,2 % déjà enregistré au premier trimestre. D'après l'UNEDIC, l'industrie est redevenue créatrice d'emplois si l'on prend en compte les missions d'intérim : les effectifs correspondants, en forte croissance au premier semestre, sont comptabilisés dans le secteur des services aux entreprises et n'apparaissent pas, par conséquent, dans l'emploi du secteur utilisateur.

Dans le bâtiment et les travaux publics, les deux sources divergent plus fondamentalement. Ainsi, selon l'enquête ACEMO, l'emploi ne s'y serait plus contracté que de 0,8 % au premier semestre 1997, après avoir fortement reculé de 2,7 % au semestre précédent. Par contre, avec un repli de 2,2 % au premier semestre de cette année, la source UNEDIC retrace une évolution nettement plus défavorable que la précédente, davantage en phase, à notre sens, avec la situation conjoncturelle du secteur qui reste déprimée malgré des prémisses de redressement.

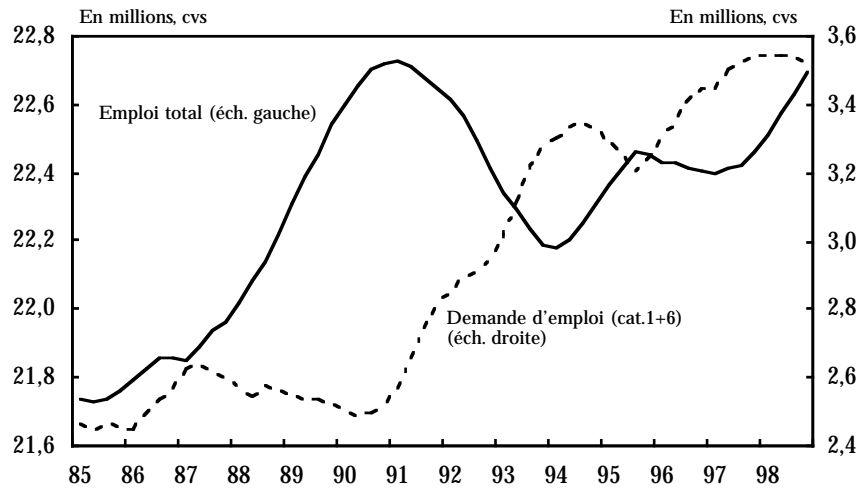
s'est nettement renforcée dans ces secteurs, 2,1 % au premier semestre contre 0,8 % auparavant, sous l'effet notamment du développement des missions d'intérim auprès de l'industrie dans la première phase de la reprise.

... mais la baisse du chômage restera faible

La situation du chômage reste mauvaise (graphique 37). Avec une hausse de près de 120 000 personnes au premier semestre 1997, contre 150 000 pour toute l'année 1996, l'évolution du nombre des demandeurs d'emplois ne reflète pas la relative amélioration perçue sur le marché du travail. En particulier, l'augmentation de 90 000 entre la fin mars et la fin juin paraît difficilement conciliable avec l'observation de créations d'emplois plus nombreuses. Le retrait du traitement social a certes contribué à l'augmentation du chômage sur les six premiers mois de l'année, mais pas dans une mesure qui puisse expliquer une telle dérive du nombre de demandeurs d'emplois.

Au total, les bénéficiaires de l'une ou l'autre des formules ont diminué de 40 000. Les titulaires de contrats emploi-solidarité ont reculé de 15 000 au premier semestre, sur la lancée de l'année précédente qui avait vu leur nombre diminuer de 35 000. A cette évolution défavorable, s'est ajouté le repli des stages, évalué à 10 000.

37. Emploi et chômage



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Les bénéficiaires de préretraite et de dispense de recherche d'emploi sont à nouveau moins nombreux au premier semestre : 25 000 retraités ont été enregistrés. En outre, le nombre de titulaires de l'Allocation de Remplacement Pour l'Emploi, qui avait crû de près de 50 000 en 1996, s'est fortement ralenti (+ 7 000 personnes) ; les dispositions n'ayant pas été modifiées depuis la création de la formule, le nombre de personnes remplissant les conditions d'entrée s'est restreint par rapport à l'année dernière ²⁰.

D'ici à la fin 1998, l'amélioration déjà constatée de l'emploi salarié devrait se confirmer à la faveur de la consolidation de la reprise. Le retour des créations d'emplois dans l'industrie pourrait être rapide désormais. La productivité n'accuse en effet qu'un faible retard vis-à-vis de sa tendance. Les effectifs industriels pourraient ainsi s'élever de 1 % en 1998, ce qui, à l'image de 1989, témoignerait d'une conjoncture exceptionnelle de l'emploi dans ce secteur depuis le premier choc pétrolier. Dans le bâtiment, les perspectives apparaissent également meilleures que celles de ces deux dernières années. La stabilisation de l'activité au cours de l'année 1997 permettra aux entreprises de moins réduire les effectifs ; des embauches sont possibles l'année prochaine, si la production redémarre. Enfin, aux créations du secteur secondaire, viendront s'ajouter celles du tertiaire, à nouveau amplifiées par le développement du temps partiel (tableau 7).

20. En septembre 1995, les partenaires sociaux et l'UNEDIC ont signé un accord permettant aux salariés âgés d'au moins 58 ans et ayant totalisé 40 années de cotisation, de partir en préretraite anticipée moyennant des embauches équivalentes.

7. *Emploi et chômage*

	Variation 1996		Variation 1997		Variation 1998	
	%	Milliers	%	Milliers	%	Milliers
Salariés du secteur privé hors agriculture	- 0,5	- 65	0,5	70	1	135
dont : - Industrie	- 1,8	- 75	- 0,6	- 25	0,7	30
— Bâtiment	- 4,9	- 60	- 1,3	- 15	0,7	5
— Tertiaire	0,9	70	1,3	110	1,2	100
Autres secteurs (1)	0,7	65	- 0,2	- 20	0	0
Emploi total (1)	0	0	0,2	50	0,6	135
Population active						
— potentielle	—	165	—	175	—	165
— prévue	—	165(2)	—	150	—	205
Politique de l'emploi	—	- 35	—	- 15	—	85
		Variation Niveau	Variation Niveau	Variation Niveau	Variation Niveau	
Chômage (3)	200	3 450	95	3 545	- 15	3 530
Taux de chômage (4)	—	12,4	—	12,5	—	12,3

(1) Hors contrats Emploi-Solidarité.

(2) Population active constatée.

(3) Ancienne définition (catégories 1 + 6).

(4) Au sens du BIT.

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Les secteurs marchands créeraient ainsi 70 000 emplois en 1997 puis 135 000 en 1998. L'emploi non salarié, quant à lui, continuera à se contracter, mais plus modérément que l'année dernière : aux 65 000 pertes de 1996, succéderont des replis de l'ordre de 25 000 en 1997 et 1998.

Dans le domaine de la gestion sociale, un léger recul des stages, de l'ordre de 10 000 personnes, est attendu sur l'ensemble de 1997, du fait des replis enregistrés au premier semestre, mais le nombre de bénéficiaires serait stable l'année prochaine. Les titulaires d'un contrat emploi-solidarité devraient aussi légèrement décliner en 1997, le recul étant acquis au premier semestre. La principale innovation en matière de politique de l'emploi est la création du dispositif « emplois-jeunes » dans le secteur public. Il vise à insérer, d'ici à la fin 2000, dans les administrations, les collectivités locales, les associations et les entreprises publiques, 350 000 jeunes, dont la rémunération, au SMIC, sera partiellement prise en charge par l'Etat. Selon les programmations, 30 000 premiers bénéficiaires seraient concernés à la fin de l'année, puis 150 000 à la fin de l'année prochaine. Mais il est probable qu'une partie de ces créations entrera en concurrence avec les emplois aidés traditionnels, comme les CES. Compte tenu de cet effet de substitution, la nouvelle formule créerait finalement environ 95 000 emplois en 1998.

Le nombre des bénéficiaires de préretraites devrait continuer à décliner en 1997 et 1998, environ 10 000 personnes chaque année : l'ouverture des conditions d'accès à l'ARPE à un public plus large est à l'heure actuelle incertaine, et les préretraites traditionnelles devraient poursuivre leur repli.

En ce qui concerne le chômage, les perspectives semblent meilleures que jusqu'à très récemment. La croissance du nombre des demandeurs d'emploi devrait ralentir fortement d'ici à la fin de l'année, pour s'interrompre au premier semestre de l'année prochaine. Entre les moyennes des quatrièmes trimestres 1996 et 1997, le chômage s'élèverait encore de 95 000 personnes. Sur l'ensemble de 1998, une baisse du nombre de chômeurs est possible. Mais, au regard du volume des créations d'emplois, elle sera modeste, la population active augmentant toujours vivement durant les phases de réanimation du marché du travail. On ne pourra ainsi escompter qu'un recul de l'ordre de 15 000 personnes. Le taux de chômage serait encore de 12,3 % de la population active à la fin de 1998.

Achévé de rédiger le 6 octobre 1997

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

- (a) Moyenne sur la période
 - (b) Période / période précédente, cvs, rythme annuel, en %
 - (c) Période / période précédente, en %
- Sources : Pétrole et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois (Bons du Trésor aux États-Unis, Gensaki au Japon). Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Bund à 10 ans en Allemagne. Benchmark à 10 ans au Japon. Matières premières : indice de Hambourg. Importations mondiales : calculs OFCE. à partir OCDE (série A) et sources nationales. Inflation et balances courantes : sources nationales. Prévisions : OFCE.

II. Etats-Unis

* A l'exception des lignes « variations des stocks » et « solde courant »
Sources : Département du commerce américain, prévisions OFCE.

III. Allemagne

* A l'exception de la ligne « variations des stocks ».
Sources : Bundesbank, prévisions OFCE.

IV. Japon

* A l'exception des lignes « variations des stocks » et « solde courant »
Sources : EPA, prévisions OFCE.

V. Royaume-Uni

Sources : CSO, prévisions OFCE.

VI. Résumé des prévisions pour l'économie française

<i>Moyenne annuelle en %</i>	1996	1997	1998
<i>En % de variation aux prix de 1980 :</i>			
PIB marchand	1,5	2,1	3,3
Importations	2,8	4,1	5,3
Consommation des ménages	2,1	0,7	1,7
FBCF totale	- 0,5	- 0,2	3,4
dont : · entreprises	- 0,7	0,2	4,5
· ménages	- 0,2	- 0,7	2,7
· autres	- 0,3	- 0,7	1,0
Exportations	4,7	8,7	7,3
Contribution des stocks à la croissance <i>en %</i>	- 0,5	0,0	0,3
Demande intérieure totale	0,8	0,5	2,4
Demande intérieure hors stocks	1,3	0,5	2,1
<i>Compte des ménages, en termes réels %</i>			
Salaires bruts	1,1	0,9	2,5
Salaires nets ¹	0,7	2,5	2,3
Prestations sociales	1,2	1,3	1,4
Excédent brut d'exploitation	1,1	1,1	2,0
Prélèvements sociaux et fiscaux	5,3	0,4	3,6
Revenu disponible	0,1	1,2	1,7
Taux d'épargne	12,8	13,2	13,3
<i>Prix à la consommation en glissement %</i>			
<i>en moyenne %</i>	1,8	1,3	1,4
	1,8	1,4	1,3
<i>Compte des sociétés, en %</i>			
Taux de marge	40,4	40,6	40,6
Taux d'épargne	14,4	14,7	15,3
Taux d'investissement	14,9	14,6	14,6
Taux d'autofinancement	96,8	101,2	104,4
<i>En milliards de francs</i>			
Solde commercial (FAB/FAB) ²	113	203	250
dont : · industrie	87,2	174	225
· énergie	- 77,8	- 85	- 90
· agro-alimentaire	56,2	64	63
<i>Emploi salarié ³, en glissement annuel %</i>			
dont : · industrie	- 0,5	0,5	1,0
· bâtiment	- 1,8	- 0,6	0,7
· bâtiment	- 4,9	- 1,3	0,7
· tertiaire	0,9	1,3	1,2
Emploi total, en glissement annuel %	0	0,2	0,6
Chômage <i>en millions</i> ⁴	3,450	3,545	3,530
Taux de chômage moyen <i>en %</i> ⁴	12,4	12,5	12,3
Taux de change DM/FF	3,40	3,37	3,35
Taux de change \$/FF	5,12	5,90	6,30
Taux d'intérêt à court terme ⁵	3,9	3,4	3,6
Taux d'intérêt à long terme ⁶	6,3	5,6	5,5

1. Au 1^{er} janvier 1998, une baisse de 4,75 points sera plus que compensée par la hausse de 4,1 points de CSG déductibles. A court terme, nous n'avons tenu compte que de l'effet net de cette mesure.

2. Au sens de la comptabilité nationale.

3. Emploi salarié dans les secteurs privés hors agriculture, emploi total hors contrats emploi-solidarité ou emplois jeunes.

4. Chômage selon l'ancienne définition, c'est-à-dire y compris les chômeurs ayant travaillé plus de 78 heures dans le mois (catégorie 1 + 6). Le taux de chômage est au sens du BIT.

5. Marché monétaire à trois mois.

6. Taux de rendement des OAT 10 ans.

Sources : INSEE — comptes trimestriels ; prévision OFCE.

VII. France, ressources et emplois de biens et services, aux prix de 1980

* Consommation nette marchande des administrations.
Sources : INSEE — comptes trimestriels ; prévision OFCE à partir du troisième trimestre 1997.

VIII. Prix de détail et taux de salaire horaire**IX. Emploi, production, productivité dans l'industrie manufacturière**

Sources : INSEE — comptes trimestriels, prévision OFCE à partir du troisième trimestre 1997.

X. Effectifs salariés ¹

1. Secteurs privés hors agriculture.

XI. Eléments du compte des ménages

(1) En francs constants.
(2) Au 1^{er} janvier 1998, une baisse de 4,75 points sera plus que compensée par la hausse de 4,1 points de CSG déductibles. A court terme, nous n'avons tenu compte que de l'effet net de cette mesure.
Sources : INSEE — comptes trimestriels, prévision OFCE à partir du deuxième trimestre 1997.

XII. Taux d'intérêt

(1) Taux du marché monétaire au jour-le-jour.

(2) Taux de rendement des obligations cotées (fin de mois), secteur privé, première signature.
Sources : INSEE, BMS, prévision OFCE à partir du troisième trimestre 1997.

XIII. Taux de change

Sources : Banque de France, prévision OFCE à partir du troisième trimestre 1997.