

revue de Rexecode



n° 65

4ème  
trimestre  
1999

## Editorial

*Penser l'avenir bien au-delà  
de l'an 2000*

## Perspectives économiques pour 1999-2000

Perspectives  
de l'économie mondiale

*Ralentissement américain  
attendu, risques  
sur les marchés de capitaux*

Perspectives  
de l'économie française

*Conjonction favorable,  
la baisse du chômage devrait  
se poursuivre*

Une évaluation sectorielle  
de l'impact *ex ante* des 35 heures

*L'industrie plus pénalisée  
que les services*

Rexecode  
Centre de Recherches  
pour l'Expansion  
de l'Economie  
et le Développement  
des Entreprises

# revue de Rexecode

---

Le Comité d'Orientation des Etudes  
réunit des économistes des institutions associées à Rexecode  
afin d'orienter les programmes d'étude de Rexecode

Gérard Maarek	Chef du Département Etudes Economiques à la Caisse Nationale du Crédit Agricole
Vincent Romay	Directeur des Etudes et du développement à Paris-Bourses SA
Michel Didier	Directeur de Rexecode
Michel Gensollen	Chef du Service des Etudes Economiques à la Direction du Plan et de la Stratégie de France Telecom
Jean-Eudes Moncomble	Chef du Département Economie d'Electricité de France
Armand Lepas	Directeur des Affaires Economiques au Conseil National du Patronat Français
Alain Sanglerat	Chef du Service Economique de Gaz de France à la délégation à la stratégie et à la gestion
Henry Savajol	Directeur à la Direction des Etudes au Crédit d'Equipement des Petites et Moyennes Entreprises
Jean-Pierre Gondran	Secrétaire Général du Groupe des Fédérations Industrielles



Revue de Rexecode • Quatre numéros par an  
Editée par Rexervices 102, avenue des Champs-Élysées - 75008 Paris

Economistes : Michel Didier, Jean-Michel Boussemart,  
Bruno Cavalier, Hugues Chevalier, Anne Faivre,  
François Faure, Delphine Meddé-Chazel, Michel Martinez,  
Edition, secrétariat : Martine Grangé ; **Graphiques** : Aïcha Brak, Dominique Dalle-Molle.

Copyright : Rexervices





# Sommaire

## *Editorial*

Penser l'avenir bien au-delà de l'an 2000 .....1

## Perspectives économiques

pour 1999-2000 .....3

*La crise des pays émergents est surmontée* .....5

*Europe : les exportations confortent*

*la demande finale* .....9

*Les marchés de biens et services* .....11

*Les marchés de taux* .....13

*Le marché des changes* .....15

*Les marchés boursiers* .....17

Perspectives mondiales .....19

*Etats-Unis* .....19

*Japon* .....20

*Zone Euro* .....22

*Allemagne* .....23

*Royaume-Uni* .....24

*Italie* .....26

*Espagne* .....28

*Pays-Bas* .....29

*Belgique* .....31

Perspectives de l'économie française .....35

## Une évaluation sectorielle de l'impact *ex ante*

des 35 heures .....46



# Editorial

## Penser l'avenir bien au-delà de l'an 2000

• *Michel Didier*

Le prochain numéro de cette revue sera daté de l'an 2000. La fin d'un demi-siècle qui a connu la plus forte croissance dans l'histoire économique invite à s'interroger sur l'avenir bien au-delà de l'an 2000.

A court terme, la croissance se renforce. Nous envisageons pour l'an 2000 une croissance mondiale de 3,2 %, supérieure à celle de 1998 (2,2 %) et de 1999 (2,8 %), mais en deçà de l'expansion mondiale des années 1994 à 1997 (proche de 4 % l'an). Notre perspective pour l'an 2000 est dans le consensus des économistes. La prévision pour la France (2,8 %) est même identique à celle retenue dans le projet de loi de Finances. Mais les consensus masquent parfois des risques que personne n'ose afficher. Or, l'année 2000 est aussi une année de risques financiers élevés.

Les économies développées sont vraisemblablement parvenues au terme d'une longue période de désinflation. Un retour de l'inflation est pour l'instant peu probable, mais une inflexion des anticipations est déjà visible. Par ailleurs, l'endettement intérieur continue d'augmenter aux Etats-Unis et le déficit des paiements courants

américain vient de dépasser (en part du PIB) son niveau du milieu des années 80. Sur les marchés boursiers enfin, les risques de correction se renforcent. Si ces mouvements s'amplifiaient, ils pourraient conduire à un changement complet du climat économique mondial.

Au-delà de l'an 2000, les points de vue sur l'avenir de la croissance européenne ne convergent pas. Pour certains, la croissance européenne devrait « rattraper » la croissance américaine grâce à l'entrée dans la nouvelle économie. Cependant, aucune preuve d'un rapprochement structurel de l'Europe et des Etats-Unis n'est fournie à l'appui de cette thèse. Notre analyse est que la croissance européenne devrait être plus assurée et plus stable, mais qu'elle reste structurellement bridée par des rigidités persistantes sur les marchés du travail et des biens et services, et sans doute aussi par une dérive démographique défavorable, qui semble pourtant bien peu préoccuper les opinions publiques. Le problème du financement des retraites, particulièrement aigu en France, a en effet occulté ce qui se passe à l'autre bout de la pyramide des âges, c'est-à-

dire au niveau des naissances. Or c'est à ce niveau que se crée la population de demain.

La population mondiale vient de franchir le cap des 6 milliards. L'Union européenne représente 6,3 % de la population mondiale, mais sur les 137 millions de naissances dans le monde, elle n'en comptabilise que 4 millions, soit moins de 3 %. L'Europe perd donc du terrain dans le monde. Elle en perd aussi par rapport aux Etats-Unis. La population européenne (Union à quinze) est actuellement de 375 millions d'habitants, soit 40% de plus que la population des Etats-Unis (272 millions). Mais les taux de fécondité divergent. Il y a un quart de siècle ces taux étaient égaux et proches tous deux de 1,8. Le taux américain est remonté depuis et il est désormais au-dessus de deux enfants par femme, alors que le taux de fécondité en Europe est tombé en moyenne à moins de 1,5. Il y a un quart de siècle, le nombre de nouveaux-nés était de six millions par an en Europe et d'un peu plus de quatre millions aux Etats-Unis. Ce nombre est

désormais proche de quatre millions dans les deux zones. L'indicateur de « jeunesse » de la population (écart entre le nombre des moins de 15 ans et le nombre des plus de 64 ans rapporté à la population totale) est de 9 % aux Etats-Unis et de 1 % en Europe. A titre de comparaison, cet indicateur est en moyenne de 25 % dans le monde.

Des divergences apparaissent aussi au sein de l'Europe. Les taux de fécondité les plus élevés (1,6 ou plus) sont ceux de la France, du Royaume-Uni, d'une partie de l'Allemagne de l'Ouest et de certains pays d'Europe du Nord (Danemark, Norvège, Finlande). En revanche, le taux de fécondité s'est effondré à près de 1,2 en Italie, en Espagne, en Autriche. L'Europe de demain ne ressemblera pas à l'Europe d'hier. Son centre de gravité remonte lentement vers le Nord. Pour leur dynamisme économique futur comme pour les équilibres régionaux, les pays d'Europe feraient bien de se préoccuper au moins autant de leurs jeunes que de leurs vieux. ■



# Perspectives mondiales pour 1999-2000

Il y a un an, le monde était au bord d'une crise financière majeure. Nous n'avions pas cédé au pessimisme ambiant. Notre perspective de croissance de l'époque pour la France est aujourd'hui celle qui est la plus souvent retenue. L'ambiance est, maintenant, à l'optimisme. La question est de savoir jusqu'à quel point il faut se laisser entraîner par cet optimisme.

## Des mouvements aux effets contradictoires

Parmi les mouvements récents, certains sont favorables à la croissance générale, d'autres le sont moins. En particulier, la reprise asiatique et la persistance de la croissance américaine ont entraîné une hausse générale des taux d'intérêt à long terme. La hausse a concerné d'abord les États-Unis (ce qui a fait monter le dollar), puis elle s'est communiquée aux marchés européens (ce qui pèse maintenant sur le dollar). Les cours boursiers ne semblent pas vouloir intégrer les hausses de taux. Les primes de risque augmentent donc. Par ailleurs, l'envolée du yen révèle le

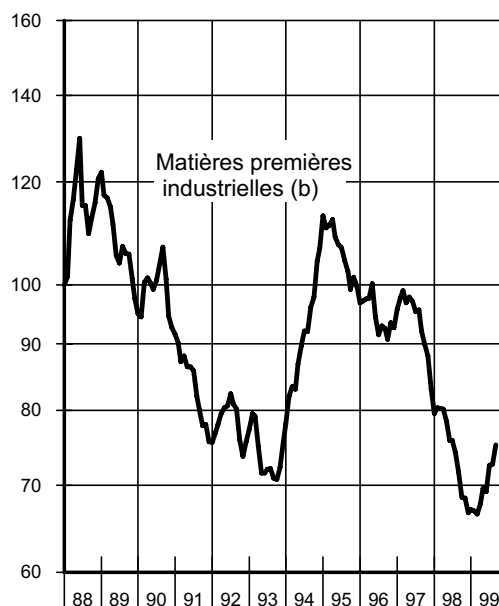
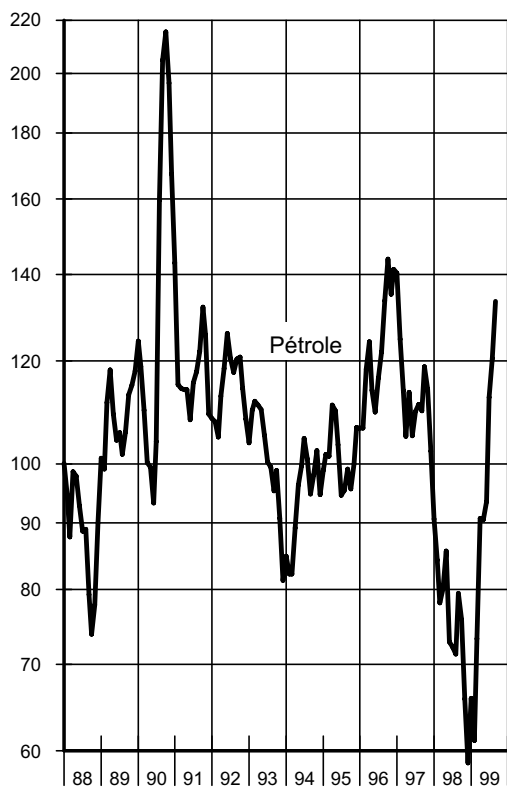
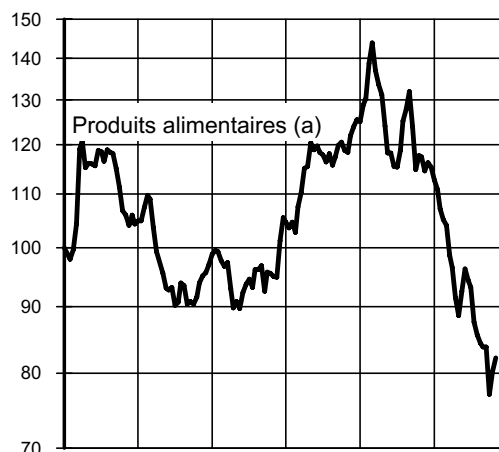
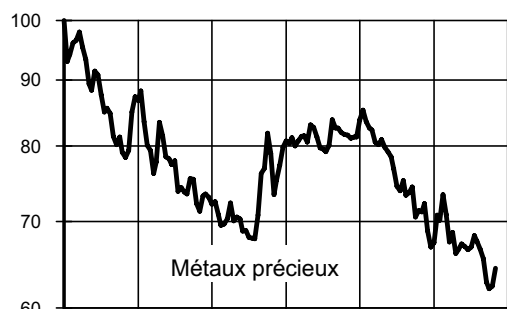
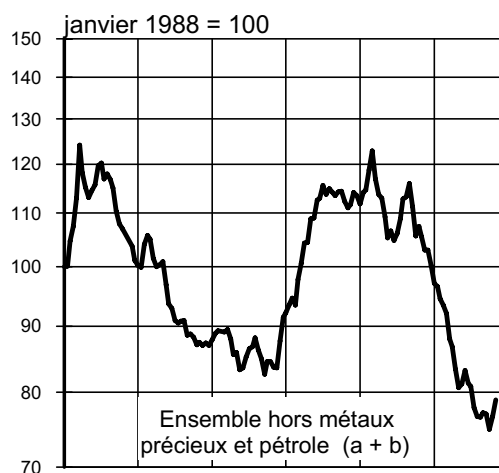
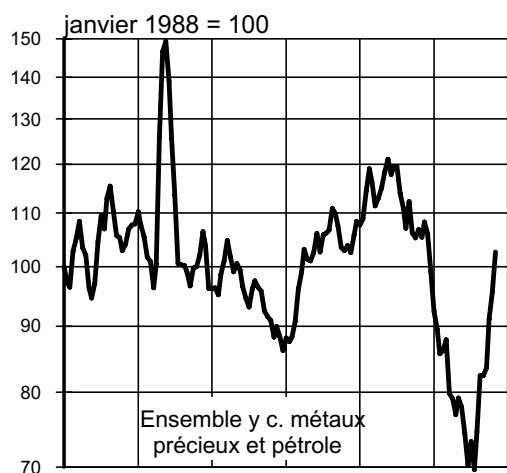
déplacement de masses importantes de capitaux et la menace d'une nouvelle déstabilisation des marchés mondiaux.

### Les chiffres clés de nos perspectives

	1998	1999	2000
<b>1 - Croissance du volume du PIB</b>			
Monde	2,2	2,8	3,2
Ensemble de la zone OCDE	2,4	2,6	2,4
dont : États-Unis	3,9	3,7	2,6
Japon	-2,9	0,9	0,2
Union européenne	2,6	2,0	2,8
dont : Allemagne	1,9	1,3	2,7
France	3,4	2,3	2,8
Royaume-Uni	2,2	1,6	2,7
Italie	1,3	1,2	2,4
Espagne	4,0	3,4	3,3
Pays hors OCDE	2,0	3,1	4,2
<b>2 - Marchés mondiaux</b>			
Commerce mondial (en volume)	4,1	5,2	6,6
Importations de l'OCDE	7,3	6,1	6,2
Importations des pays hors OCDE	-3,2	3,1	7,8
Prix du pétrole (\$/baril de Brent)*	12,8	16,9	18,0
Prix des matières premières** en \$	-17,2	-12,0	2,4
" " " en euro	-16,0	-8,6	-1,6
<b>3 - Taux de change</b>			
		Moyenne sur la période	
1 \$ = ...euro	0,89	0,93	0,89
= ...DM***	1,76	1,82	1,75
= ...yens	131	115	115
= ...F.F.***	5,90	6,10	5,85
1 DM = ...yens***	74,3	63,5	65,9
1 £ = ...F.F.***	9,77	9,81	9,37
<b>4 - Taux d'intérêt à 3 mois</b>			
		en %	
États-Unis	4,9	4,8	5,4
Japon	0,5	0,2	0,2
Zone Euro	3,9	2,8	2,9
<b>5 - Taux d'intérêt à 10 ans</b>			
		en %	
États-Unis	5,3	5,7	6,4
Japon	1,3	1,7	1,8
Zone Euro	4,7	4,6	5,5
* moyenne sur la période ; ** hors énergie ; *** taux de change implicites à partir de 1999			

INDICES REXECODE DES COURS DES MATIERES PREMIERES en \$

Indices globaux et par groupe



© REXECODE

## Toujours dans l'attente du ralentissement américain

La conjoncture américaine ne révèle pas les tensions que l'on observe classiquement après une longue période d'expansion (tensions sur les capacités de production, sur les prix et les salaires). Elle continue cependant d'accumuler des déséquilibres financiers et un endettement interne et externe. L'hypothèse que nous retenons est toujours celle d'un ralentissement progressif de l'économie américaine qui limiterait, puis inverserait le mouvement des taux d'intérêt et éviterait un renversement brutal des anticipations boursières.

## Une croissance mondiale plus forte en 2000

Dans ce contexte illustré par une croissance américaine de 3,7 % en 1999 et de 2,6 % en 2000, les prix des matières premières s'affermiraient légèrement l'année prochaine. Cependant, compte tenu des capacités d'offre existantes, le prix du pétrole se détendrait à 18 dollars. Le ralentissement spontané de l'économie américaine éloignerait le risque inflationniste. L'Amérique du sud sortirait de la récession. L'Asie du sud-est consoliderait le vigoureux rebond actuel. Au total, notre prévision de croissance mondiale est de 3,2 % pour l'an 2000, un peu supérieure à celle de 1999 (2,8 %). La croissance européenne se renforcerait au moins pendant deux à trois trimestres puis enregistrerait les effets du ralentissement américain. En termes de moyenne annuelle, elle serait de 2,0 % en 1999 et de 2,8 % en 2000 (pour la zone euro). La croissance française serait un peu au-dessus de la moyenne euro-

péenne en 1999 (2,3 %), égale à la moyenne en 2000 (2,8 %).

## Des risques persistants

Cette perspective n'implique peut-être pas de correction boursière forte, ni en Europe ni aux Etats-Unis. Mais un scénario alternatif, que nous n'avons pas chiffré, doit toujours être gardé à l'esprit. Si la fin de la désinflation réveillait les anticipations d'inflation latentes aux Etats-Unis ou si des masses de capitaux importantes quittaient le marché américain, la remontée des taux d'intérêt finirait par s'apparenter à celle de 1994. Compte tenu des niveaux actuels de Wall-Street, la correction boursière serait beaucoup plus brutale qu'en 1994.

## La crise des pays émergents est surmontée

La crise des pays émergents a commencé il y a déjà plus de deux ans. Après les dévaluations monétaires, les mécanismes habituels de « la courbe en J » ont dans l'ensemble bien fonctionné. Dans un premier temps, la surréaction des taux de change a amplifié les chocs monétaires initiaux. La croissance économique a été cassée et les importations ont fortement reculé. Dans un deuxième temps, les

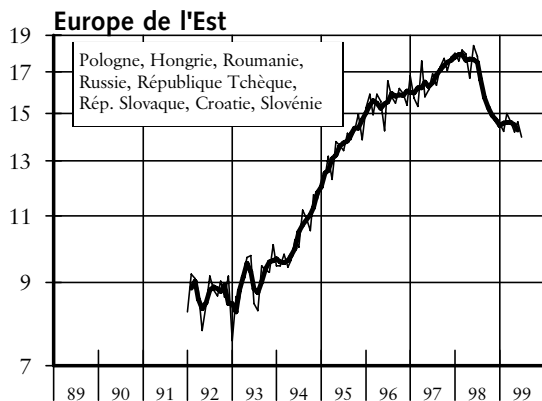
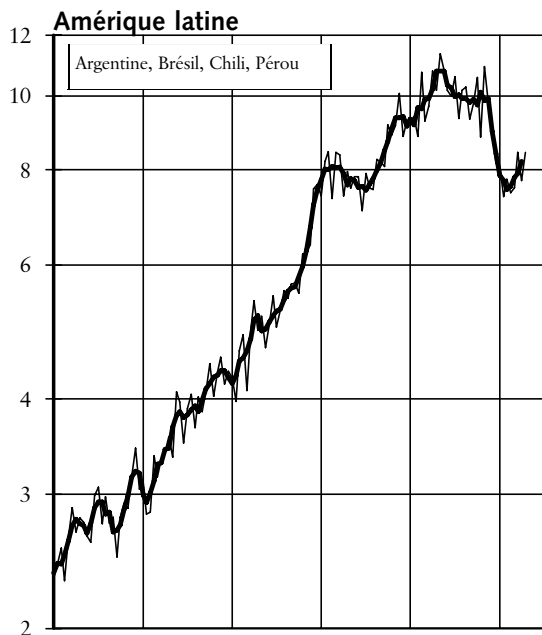
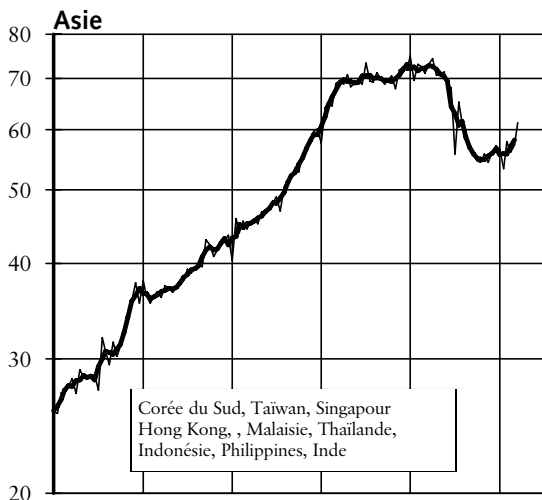
Retour à une augmentation soutenue de la demande des pays émergents

### Indicateurs des pays émergents et des marchés mondiaux

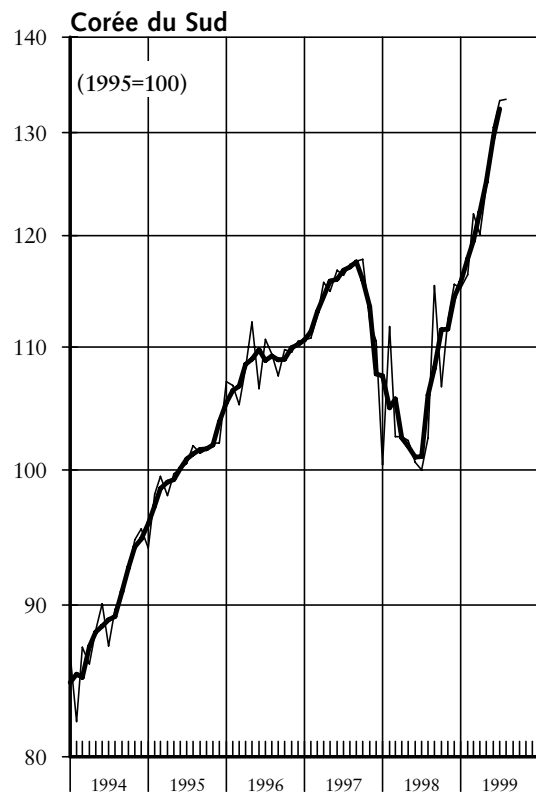
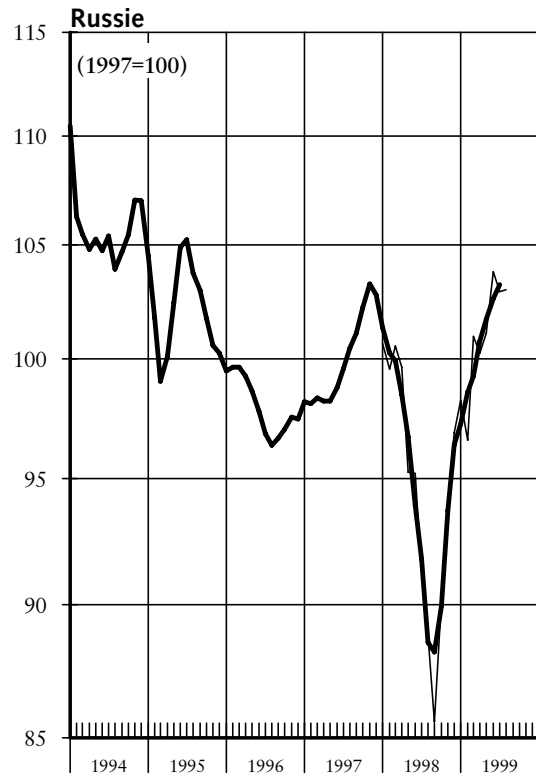
Variations en %	1998	1999	2000
Importations (en volume)			
Asie	-7,4	8,8	9,0
Amérique latine	1,9	-13,9	7,9
Europe de l'est	1,3	-3,4	6,1
Prix (en dollar)			
• des matières premières	-17,2	-12,0	2,4
• du pétrole	-33,1	32,1	6,7



**Importations CAF des pays émergents  
(milliards de \$ US)**



**Production industrielle**



© REXECODE

exportations ont bondi et les monnaies ont regagné une partie du terrain perdu. Si ce mouvement est assez général, il est d'ampleur très inégale et il est encore à peine amorcé dans les pays entrés les derniers dans la crise.

### **L'activité se redresse depuis près d'un an en Asie**

Dans les pays d'Asie touchés par la crise financière, les exportations profitent actuellement à plein des dévaluations de leur monnaie, du dynamisme de la demande américaine, du redressement des importations japonaises et de la montée du yen qui affaiblit la compétitivité japonaise. La demande intérieure (ménages et entreprises) a pris le relais des exportations. En raison des surcapacités de production et de la découverte du chômage dans la région, les prix restent stables ou baissent. La poursuite d'une croissance durable et équilibrée est l'hypothèse la plus probable dans cette zone sous deux réserves. D'une part, l'Asie émergente est actuellement en phase de vive correction à la hausse. Il faut s'attendre d'ici deux à trois trimestres à une normalisation des taux de croissance (à un rythme qui restera inférieur à celui d'avant la crise). D'autre part, la poursuite de restructurations lourdes reste encore nécessaire dans l'organisation industrielle de ces pays (notamment en Corée), restructurations qui pourront brider temporairement la croissance.

### **La Chine est déconnectée de ce mouvement**

L'activité tend à ralentir en Chine et selon les indices publiés, les prix sont orientés à la baisse.

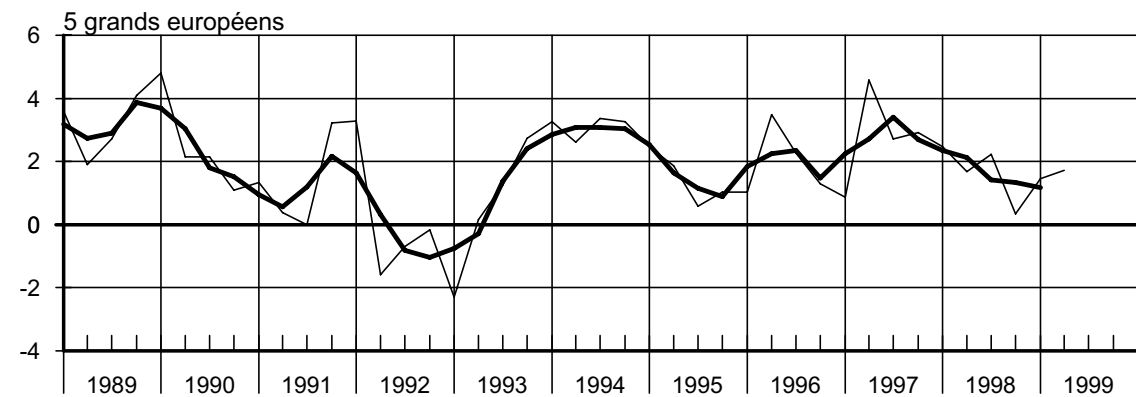
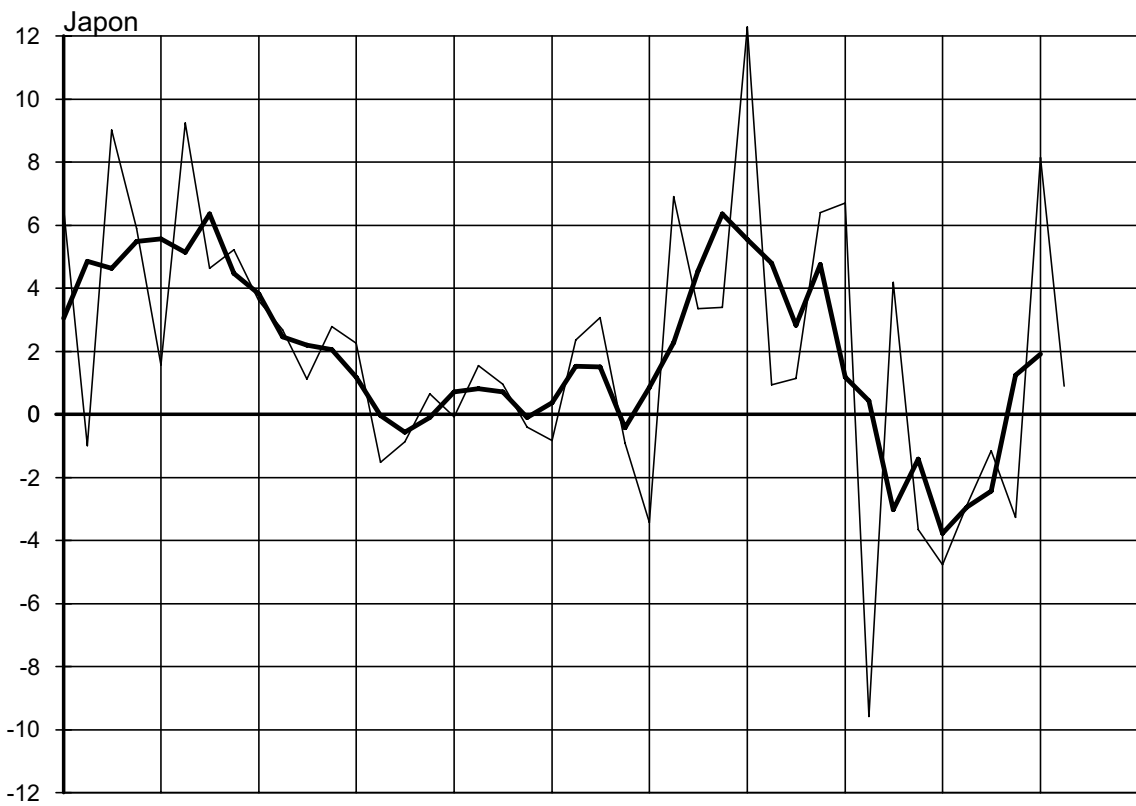
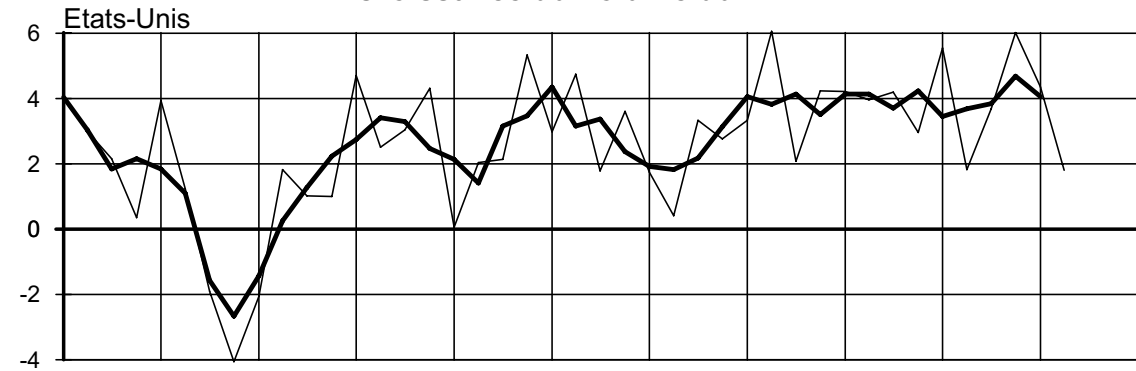
La Chine enregistre les conséquences de la réévaluation du yuan par rapport aux pays voisins et a perdu en compétitivité. L'excédent commercial s'est globalement réduit. Mais la Chine conserve un excédent global et les excédents augmentent même sur les États-Unis et sur le Japon. Dans ce contexte, une dévaluation du yuan ne semble pas justifiée. Nous ne l'avons pas retenue.

### **Amélioration en Europe centrale, inquiétudes en Amérique du Sud**

La Russie s'est remise rapidement de la crise financière de 1998. La production a rebondi et les finances publiques s'améliorent. Les problèmes restent la balance des paiements et l'instabilité politique. Le rebond d'activité concerne aussi les pays d'Europe centrale. Mais les déséquilibres extérieurs demeurent importants et vont plutôt augmenter avec l'accélération conjoncturelle. En Amérique du Sud, des inquiétudes sont réapparues avec le défaut de paiement de l'Équateur et les incertitudes politiques dans plusieurs pays de la zone. Le Brésil a retrouvé une croissance légèrement positive. En revanche, la récession s'aggrave dans le reste de la zone. L'Argentine est étouffée par une monnaie surévaluée. Le Chili est au creux d'une récession plutôt bien conduite et qui laisse espérer une forte reprise.

Au total, la demande des pays émergents retrouverait un rythme de croissance élevé en 2000 dans l'ensemble des régions. Nous ne retenons pas pour autant de nouvelles accélérations des hausses des prix des matières premières et du pétrole.

## Croissance du volume du PIB



— % sur 1 trimestre (taux annuel)  
 — % sur 1 trimestre (taux annuel) - MM3

© REXECODE

## Europe : les exportations confortent la demande finale

Rappelons tout d'abord quelques faits. Le taux de croissance moyen de l'Union Européenne (illustré de façon approchée sur le graphique ci-contre par la moyenne des cinq plus grands pays) a légèrement dépassé 4 % l'an un seul trimestre au début de l'année 1997. Ce taux est ensuite revenu vers zéro à la fin 1998. L'Europe n'a donc pas seulement connu un « trou d'air » mais un véritable atterrissage étalé sur deux ans. La tendance du taux de croissance lissée sur trois trimestres était encore au ralentissement au début 1999. Cependant, les signes d'amélioration conjoncturelle se multiplient et la croissance européenne a retrouvé un rythme moyen proche de 2 % l'an au deuxième trimestre 1999.

### La production industrielle augmente

L'indice de la production industrielle globale de l'ensemble de l'Union européenne a retrouvé une tendance légèrement positive. L'opinion sur les carnets de commandes industrielles est exactement au niveau de sa moyenne passée. On observera que le dernier point bas de l'indicateur d'opinion moyen européen sur les carnets de commande s'est situé au-dessus du point bas de 1996 et très au-dessus de celui de 1993. L'Europe reste engagée dans une succession de cycles courts, mais la tendance générale se renforce. Si on se fie aux mouvements passés, il faut s'attendre à environ dix-huit mois de remontée des indicateurs d'opinion, donc à au moins une année d'accélération de la croissance industrielle.

## La croissance européenne se renforce

Le rythme des ventes au détail s'accélère et le taux de chômage est en baisse continue au rythme d'un demi-point par an depuis la mi-97. Le chômage devrait revenir à 9 % de la population active à la fin 1999. Enfin, les exportations européennes bénéficient du meilleur environnement mondial. La croissance européenne se renforce donc et pourrait atteindre temporairement un rythme supérieur à 3 % l'an au deuxième semestre 1999. Mais s'agit-il d'un rebond après le « trou d'air » ou d'un début d'accélération autonome et durable ? La réponse reste aujourd'hui incertaine.

### Quelle tendance après le rebond ?

Après un choc externe comme celui enregistré l'an dernier, il est classique d'observer une période de rebond vigoureux. L'allègement des stocks se termine et les entreprises ajustent leur production à la hausse. Sur l'avenir de la croissance européenne, les points de vue ne convergent pas totalement. Pour certains, la croissance européenne devrait « rattraper » la croissance américaine. Mais aucune preuve

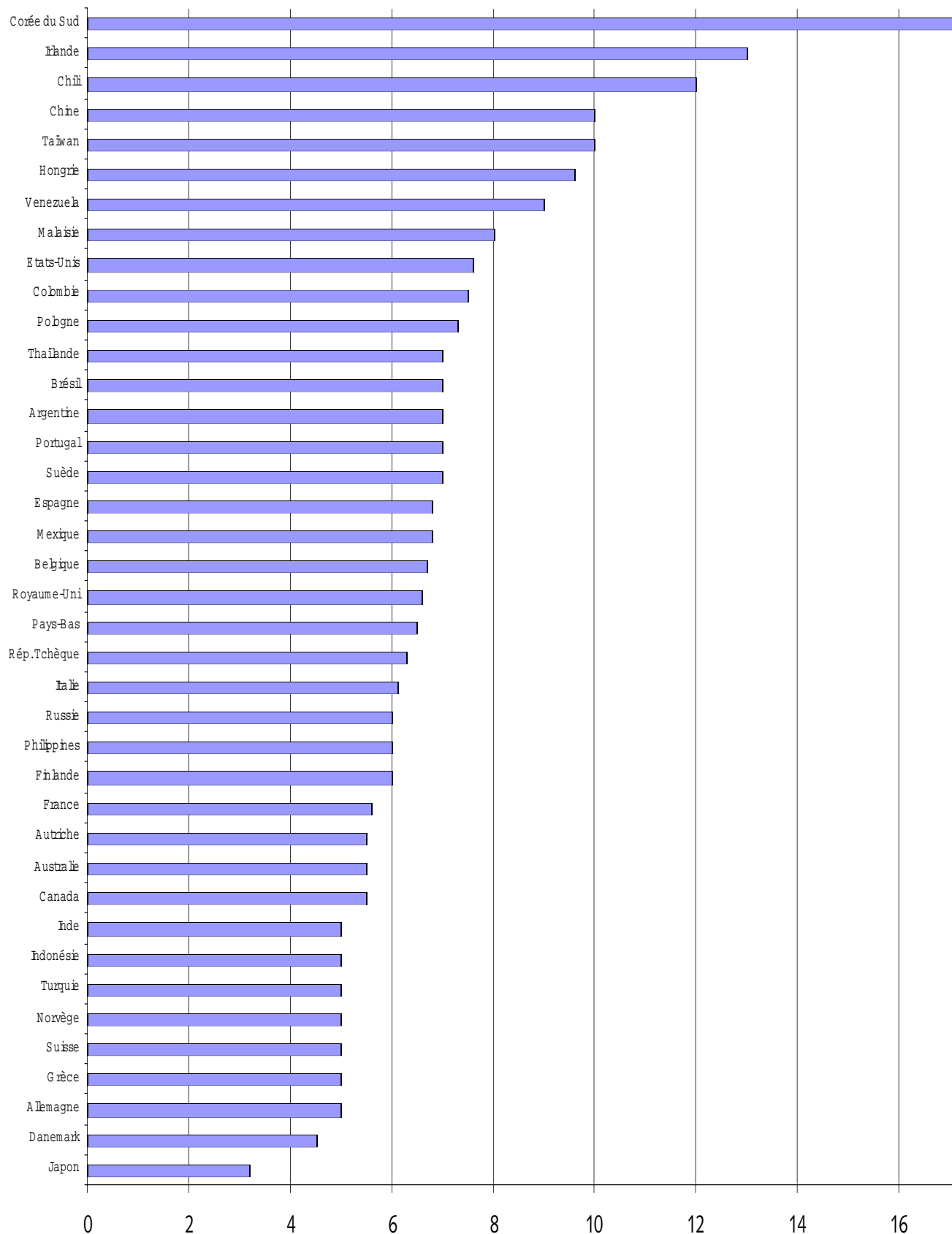
Le taux de croissance européenne serait plus fort en 2000 qu'en 1999 et 1998

#### Perspectives de la zone euro\* (taux de variation en %)

	1998	1999	2000
PIB	2,5	1,9	2,7
Importations	8,0	4,6	5,8
Consommation privée	2,8	2,3	2,4
Investissement (total)	3,9	4,9	4,6
Exportations	5,4	2,4	6,4
Prix (consommation)	1,2	1,1	1,3

\* Calcul sur six pays en Ecu/euro (p.p.a 1995)

## Les marchés porteurs de l'an 2000 (taux de croissance des importations en volume)



d'un rapprochement structurel de l'Europe et des Etats-Unis n'est fournie à l'appui de cette thèse. Nos analyses de moyen terme présentées en juin dernier sont plus prudentes. Nous maintenons l'idée que la croissance européenne est désormais plus assurée et devrait être plus stable, mais qu'elle reste structurellement bridée par des rigidités persistantes sur les marchés du travail et des biens et services. Nous attendons, après le rebond actuel, un retour à une croissance plus modérée à partir du printemps 2000. Au total, le taux de croissance moyen de la zone euro serait de 2,8 % en moyenne en 2000 (2,7 % pour les six principaux pays), le premier semestre étant en progression en rythme annuel de 2,7 % et le second de 2,6 %.

## Les marchés de biens et services

Notre estimation de la croissance mondiale est de 3,2 % pour 2000 après 2,8 % en 1999 et 2,2 % en 1998, mais 4,0 % en 1997.

### Les pays émergents redeviennent moteurs

La crise financière de l'été 1997 avait plongé plusieurs pays d'Asie du Sud-Est dans la récession et ramené la croissance de la zone de 6 % en 1997 à 2,5 % en 1998 (la Chine conservant un rythme d'expansion proche de 8 %). Dès 1999, l'Asie est redevenue motrice, avec une croissance moyenne (Chine incluse) de 5 %. Nos perspectives retiennent pour 2000 un taux de croissance moyen de la zone de 5 %, très proche de celui de 1999. L'Asie est donc déjà redevenue une région de fortes importations et d'entraî-

nement pour le reste du monde (avec un taux de croissance du volume des importations voisin de 9 % en 1999 et en 2000).

L'Europe de l'Est et l'Amérique latine devraient suivre un mouvement analogue mais décalé d'un an. L'année 1999 est une année de recul des importations (-3 % pour l'Europe de l'est, -14 % pour l'Amérique latine). La demande d'importations de ces zones redeviendrait dynamique en 2000 (+6 % pour l'Europe de l'est, +8 % pour l'Amérique latine). Le rebond est déjà amorcé dès cette année, mais il ne sera pleinement perceptible que sur les moyennes annuelles de 2000.

### Essoufflement de la demande américaine en 2000

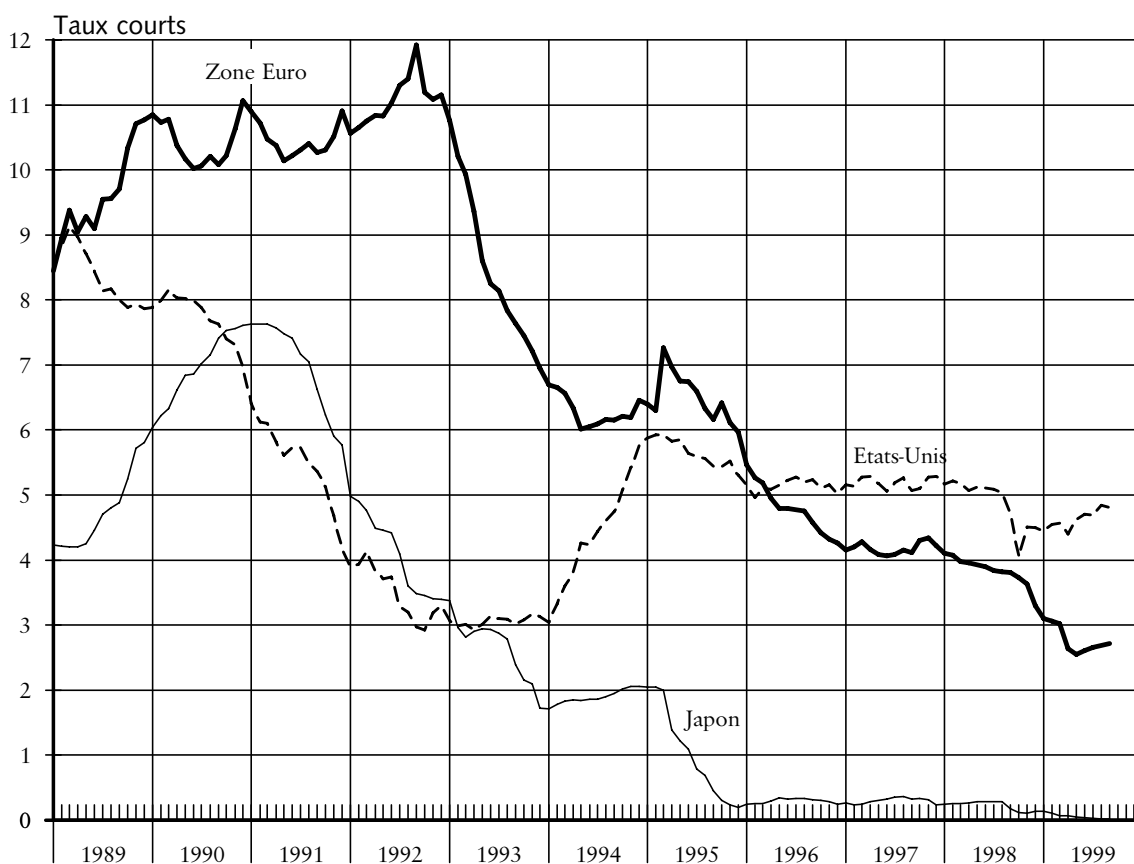
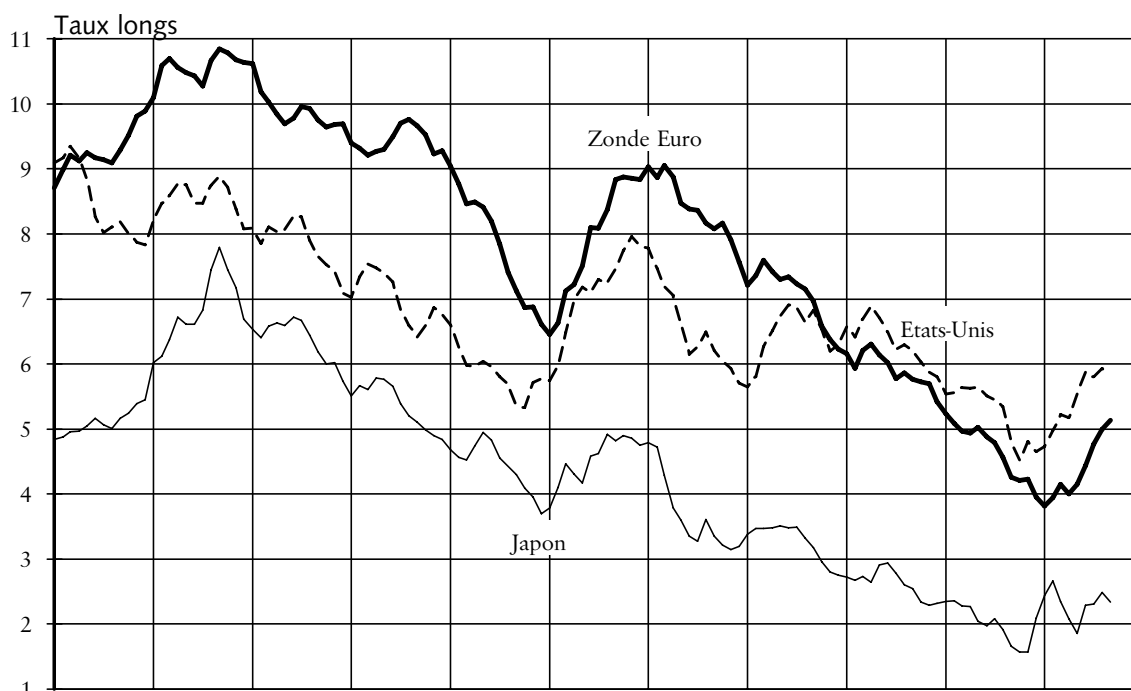
Les importations américaines suivraient un mouvement inverse, le taux d'accroissement annuel du volume des importations revenant de 11 % en 1999 à 8 % en 2000.

En termes de croissance instantanée (taux d'accroissement d'un trimestre à l'autre), le rythme des importations américaines reviendrait même de 14 % l'an actuellement à 4 % fin 2000. Dans l'analyse de la conjoncture actuelle, il faut avoir à l'esprit le rôle moteur

Une impulsion venant des échanges mondiaux

Croissance dans le monde (taux de variations en %)			
	1998	1999	2000
Commerce mondial	4,1	5,2	6,6
Croissance mondiale	2,2	2,8	3,2
Etats-Unis	3,9	3,7	2,6
Zone euro (à 11)	2,7	2,0	2,8
Japon	-2,9	0,9	0,2
Asie émergente	2,5	5,2	5,0

## Taux d'intérêt internes



© REXECODE

joué par la demande américaine sur le commerce mondial. Le Japon en a peu bénéficié car il perd des parts de marché aux Etats-Unis. Mais l'Europe en a largement bénéficié. En dollar, les importations des Etats-Unis en provenance de l'Union européenne se sont accrues au rythme de 6 % l'an. En volume, l'accroissement a certainement été supérieur car l'euro s'est replié d'environ 10 % par rapport au dollar.

### L'Alena et l'Asie émergente, grands bénéficiaires des achats américains

Ce sont les pays de l'Alena et ceux de l'Asie émergente qui ont été les premiers bénéficiaires, ces derniers accroissant leurs parts de marché. Les importations des Etats-Unis en provenance du Canada et du Mexique ont augmenté au rythme annuel de 15 % à 16 % l'an. Les Etats-Unis ont contribué pour au moins 3,5 % (en rythme annuel) à la croissance du PIB mexicain au premier semestre. Quant aux importations en provenance d'Asie (six tigres plus Chine), elles ont augmenté au rythme de 19 % l'an, contribuant pour deux points au moins à la croissance du PIB de la zone au premier semestre. L'accélération récente de la conjoncture mondiale et le redressement des pays émergents d'Asie doivent donc beaucoup aux Etats-Unis. L'hypothèse retenue pour la croissance américaine en l'an 2000 est donc cruciale pour ces pays.

### Les marchés de taux

Aux Etats-Unis, le taux de rendement des obligations fédérales à

10 ans est passé de 4,5 % à 6 % en un an. Dans la zone euro, la remontée a été plus tardive mais elle a été presque aussi forte. Le taux d'intérêt à 10 ans est passé de 4 % à 5,2 % en quelques mois. Ces rythmes de remontée rapide rappellent le mouvement de hausse de 1994, qui avait atteint 2,5 points en un an et s'était traduit à l'époque par des perturbations des marchés d'actions. Notre point de vue est que nous ne sommes pas dans la configuration de 1994 et qu'après peut-être une légère hausse supplémentaire, une détente des taux à partir du printemps 2000 est possible. La forte hausse du yen laisse cependant ouverte la possibilité d'un scénario beaucoup moins favorable.

### Correction d'une « anomalie »

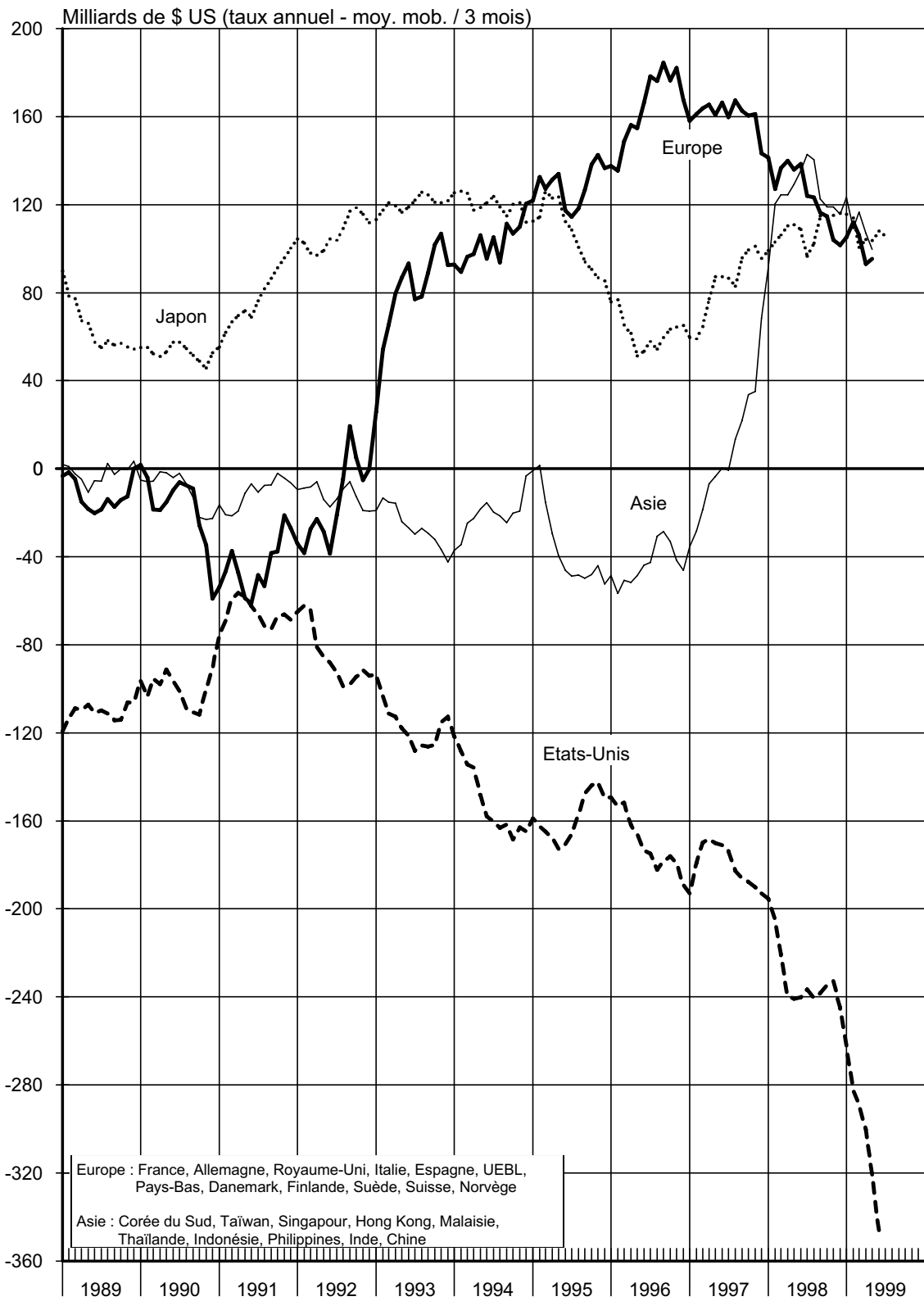
La hausse actuelle comporte d'abord un élément de correction. Les points bas d'il y a un an aux Etats-Unis (un peu moins de 4,5 %) étaient anormalement bas. Ils reflétaient à la fois une baisse des anticipations d'inflation face au recul généralisé des prix mondiaux et un reflux massif de capitaux des marchés d'actions vers les marchés obligataires, ce qui a fait baisser à

Des taux d'intérêt stabilisés ou en recul à partir du printemps 2000

Perspectives des taux d'intérêt			
(en moyenne annuelle)	1998	1999	2000
<b>Taux longs (10 ans)</b>			
• Etats-Unis	5,3	5,7	6,4
• Japon	1,3	1,7	1,8
• Euro	4,7	4,6	5,5
<b>Taux courts (3 mois)</b>			
• Etats-Unis	4,9	4,8	5,4
• Japon	0,5	0,2	0,2
• Euro	3,9	2,8	2,9



## Balances commerciales



© REXECODE

la fois les cours boursiers et les taux longs. Dans une économie américaine en croissance à 4 % l'an, même peu inflationniste (environ 1,5 %), un taux de 5 à 5,5 % aurait alors mieux correspondu aux fondamentaux. Plus de la moitié de la remontée s'expliquerait donc par la correction d'une « anomalie » temporaire.

### Fin de la désinflation

L'autre raison de la hausse (pour un demi-point ou un peu plus) est l'inversion du mouvement des prix après plusieurs années de désinflation. On ne connaît pas les anticipations d'inflation dans l'esprit des opérateurs. Si on les mesure par exemple par la hausse moyenne des prix observée au cours des cinq derniers mois, l'inflation anticipée serait remontée aux Etats-Unis de 1,5 % en rythme annuel il y a un an à 2,9 % l'an actuellement. D'autres estimations sont possibles mais le sens du mouvement ne fait pas de doute, aux Etats-Unis comme en Europe.

### Vers une détente des taux en 2000 ?

La perspective d'évolution des taux dépend du diagnostic sur l'inflation et la croissance. Si les conjonctures devaient converger vers une croissance comprise entre 3 et 4 % l'an des deux côtés de l'Atlantique, il faudrait à coup sûr s'attendre à des hausses de taux analogues à celles de 1994. La perspective que nous privilégions est pour l'Europe une accélération conjoncturelle pendant deux à trois trimestres puis un retour de la croissance moyenne vers 2,5 % et pour les Etats-Unis un ralentissement sensible de la croissance à partir de la fin de cette année. Dans ce contexte, les marchés de taux

pourraient se tendre encore un peu (pour approcher 6,5 % à New-York et 5,5 % en Europe sur le 10 ans), mais le mouvement s'inverserait ensuite (mi-2000 ?) dès que le ralentissement de l'économie américaine serait effectivement engagé. On notera cependant que ce scénario favorable pourrait être complètement invalidé si la montée du yen finissait par assécher l'offre de capitaux longs sur le marché américain et par provoquer ainsi de nouvelles tensions sur les taux.

### Le marché des changes

A 1,07 dollar et à moins de 114 yens, l'euro a faibli en 1999 contre les deux autres grandes devises directrices. Il est à un niveau voisin du point bas de l'écu par rapport au dollar en 1989, et se trouve très bas par rapport au yen. Cette situation est d'autant plus surprenante que la plupart des observateurs s'attendaient il y a un an à un euro fort.

### Les bienfaits de l'euro

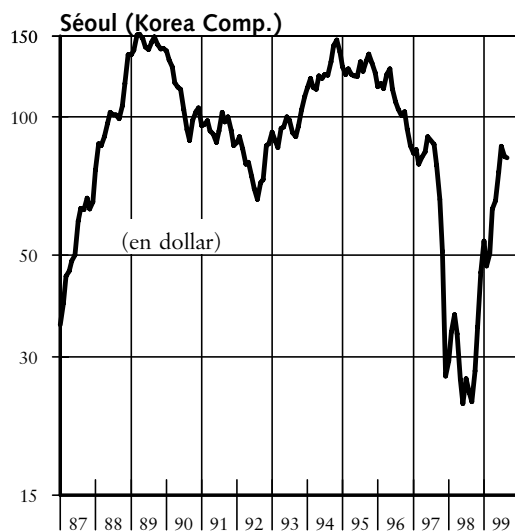
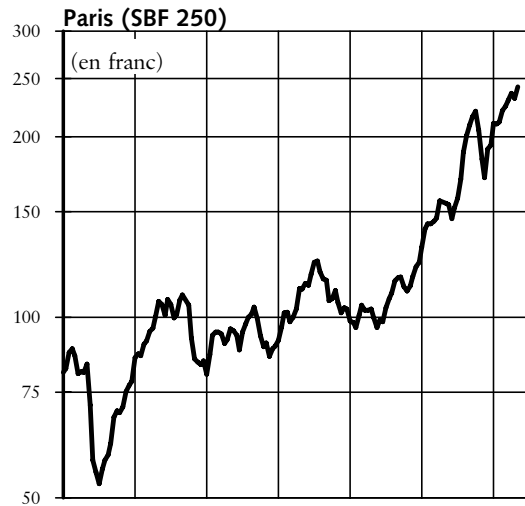
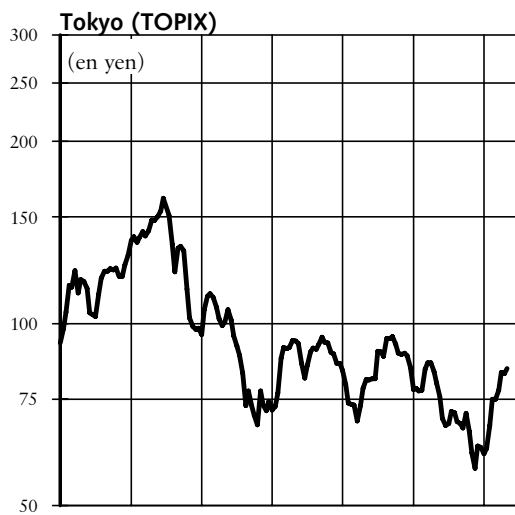
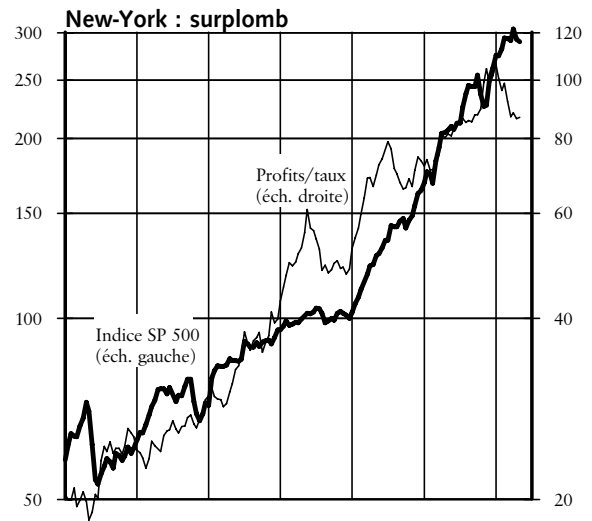
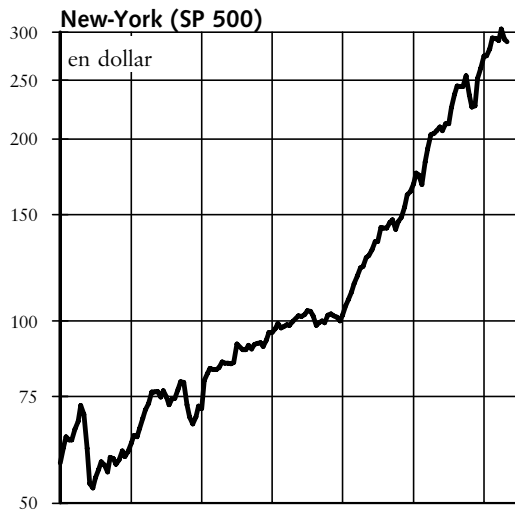
Un bienfait inattendu de l'euro est d'avoir rendu l'Europe très compétitive. Un autre bienfait évidemment conforme aux attentes est la

Les fortes fluctuations infra-annuelles masquent une relative stabilité du taux de change euro-dollar

Perspectives des taux de changes			
(en moyenne annuelle)	1998	1999	2000
1 \$ = ... yen	131	115	115
= ... euro	0,89	0,93	0,89
1 euro = ... \$	1,12	1,08	1,12
1 " = ... yen	146	124	129
1 £ = ... \$	1,66	1,61	1,60

## Indicateurs des marchés boursiers

*base 100 1987-1997*



© REXECODE

stabilité intraeuropéenne qu'il assure. La volatilité des taux de change dans le monde ne s'est pas atténuée en 1999, on le voit actuellement. Mais elle est beaucoup moins inquiétante pour les entreprises européennes parce qu'elle ne concerne plus qu'une partie de leur activité. Actuellement, une baisse du dollar augmenterait certes la contrainte extérieure, mais elle ne pourrait plus entraîner de tensions entre le mark et le franc comme dans le passé. Un facteur d'instabilité a disparu.

### **Les mouvements entre monnaies directrices restent très erratiques**

Au cours des dix dernières années, le cours moyen annuel du dollar en francs français a été compris entre 4,99 FF (en moyenne en 1995) et 6,38 FF (en 1989). Il est aujourd'hui, à 6,29 FF, très proche de son point haut. Ce niveau peut s'expliquer par l'écart de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Europe, écart d'un peu moins d'un point sur les taux à 10 ans et de près de 3 points sur les taux du marché à trois mois (euro-devises). Ces écarts se maintiendront tant que la conjoncture américaine restera forte. Ils devraient ensuite se réduire.

Notre prévision centrale est une baisse modérée du dollar le ramenant à 5,70 francs au deuxième semestre 2000 (soit un euro à 1,15 dollar). Mais il faut insister sur le risque de mouvements d'une toute autre ampleur. On rappellera en effet que seule une baisse du dollar et/ou une récession américaine peuvent enrayer l'accroissement du déficit des paiements externes américains.

### **Jusqu'où la hausse du yen ?**

Le principal événement récent est la hausse du yen contre le dollar et contre l'euro. Les commentaires mettent l'accent sur l'amélioration de l'économie japonaise. Celle-ci reste pourtant bien modeste et artificiellement soutenue par un déficit public devenu excessif. La reprise a en outre toute chance d'être étouffée par l'appréciation du taux de change effectif réel du yen qui atteint 23 % entre août 1998 et août 1999. L'envolée actuelle, alors que les taux américains sont plus de 4 points au-dessus des taux japonais, ne peut s'expliquer que par des déplacements massifs de capitaux vers le Japon. Si ceux-ci traduisaient une défiance des capitaux japonais à l'égard des marchés américains, le risque sur le dollar pourrait être de grande ampleur.

### **Stabilité du yuan**

En Asie, la principale inconnue reste la tenue des devises chinoises. La perspective d'une dévaluation du yuan est ouvertement évoquée. Une telle éventualité semble pourtant peu acceptable par le Japon (dont la monnaie est déjà surévaluée) et par les Etats-Unis (en raison de leur déficit extérieur). Elle nous paraît peu probable à la veille des négociations commerciales du millénaire.

### **Les marchés boursiers**

Les marchés boursiers ont dans l'ensemble fait une pause au cours de l'été, mais les écueils que l'on pouvait craindre ont été jusqu'ici

évités. Les perspectives de hausses sont désormais limitées et les risques de correction se renforcent.

### **New-York veut ignorer la hausse des taux d'intérêt**

Jusqu'à tout récemment, la vigueur de la bourse de New York n'a pas vraiment été entamée par le durcissement de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Rappelons que l'indice Dow Jones est près de 20 % au-dessus de sa moyenne de 1998, près de trois fois au-dessus de son niveau du début 1995. Une hausse analogue (mais un peu inférieure) avait été enregistrée entre le creux de la récession de 1982 et le pic boursier de 1987. Elle avait alors débouché sur la correction d'octobre 1987. Quant à l'indice du Nasdaq, regroupant la plupart des sociétés de haute technologie et les valeurs Internet, il affiche une hausse de 50 % environ par rapport à sa moyenne de 1998, mais aussi une volatilité de plus en plus grande. Les opérateurs continuent d'anticiper une hausse des profits et d'ignorer la hausse des taux d'intérêt. Le « surplomb » de New-York augmente pour atteindre 20 à 30 %.

### **L'Europe piétine, mais paraît moins menacée**

Les places européennes ont enregistré une correction de 5 à 6 %

entre le début juillet et la mi-septembre. Elles se situent entre le niveau moyen de 1998 (Zürich) et 25 % au-dessus (Paris). La consolidation récente, la hausse des dernières années plus modeste que celle des Etats-Unis (Francfort et Paris ont doublé depuis 1995 et non triplé), enfin la perspective de renforcement conjoncturel devraient mettre les places européennes à l'abri d'une correction forte et durable.

### **Tokyo : les marges d'appréciation semblent faibles**

Par rapport à son point bas de 1998, l'indice Nikkei a regagné environ 50 %. La hausse est analogue à celle qui avait été observée de 1992 à fin 1993. Mais celle-ci s'était ensuite soldée par trois ans de stagnation et une rechute en 1997 et 1998 (à un niveau sensiblement inférieur au point bas de 1992). Les marchés d'actions spéculent actuellement sur une poursuite de la hausse des cours et semblent arbitrer Tokyo plutôt que New-York (ou dans une moindre mesure Francfort). Nos perspectives de croissance laissent cependant peu de place à de nouvelles hausses significatives en 1999-2000.

### **Fortes divergences et volatilité dans les zones émergentes**

En Asie, la remontée des indices boursiers depuis le deuxième trimestre s'est interrompue au cours de l'été. Exprimés en dollar, les cours de Séoul, Singapour, Jakarta, et Hong Kong affichent des progressions depuis le début de l'année variant entre +30 % et +65 %. La place de Séoul est en passe de retrouver son record historique absolu en monnaie nationale (record de

Des cours boursiers beaucoup plus incertains

Perspectives des marchés boursiers			
<i>moyennes annuelles</i>	1998	1999 <sup>1</sup>	2000
New-York : S.P. 500	1 086	1 312	↘
Tokyo : TOPIX	1 179	1 315	→
Paris : SBF 250	2 376	2 769	↗

<sup>1</sup> hypothèse de stabilité jusqu'à la fin 1999

novembre 1994), bien que la restructuration et le désendettement des conglomérats coréens soient loin d'être achevés. Les places d'Amérique latine restent en retrait par rapport aux records de 1998, a fortiori ceux de 1997.



## Perspectives des principaux pays

### Etats-Unis

Le ralentissement de la croissance au deuxième trimestre, à 1,8 % l'an, ne doit masquer ni la poursuite d'une progression vigoureuse de la demande interne privée ni l'accélération du rythme de l'activité dans l'industrie. Les indicateurs disponibles sur juillet et août montrent que la demande des ménages reste ferme. Les ventes au détail demeurent très dynamiques, le marché automobile est à un record, les ventes de logements et les mises en chantier ont rebondi dès l'arrêt de la hausse des taux hypothécaires.

La forte décélération du gonflement des stocks observée au deuxième trimestre n'étant pas extrapolable d'une part et les exportations ayant une chance de repartir en liaison avec l'amélioration de la conjoncture mondiale d'autre part, le plus probable est que la croissance va réaccélérer. Le processus est d'ailleurs commencé et à la veille de l'automne, l'activité s'est remise sur un rythme soutenu.

Simultanément, l'inflation reste contenue et ne paraît toujours pas menacer à horizon visible. Certes, la hausse des prix à la consommation s'est accélérée un peu, repassant au-dessus de la barre des 2 %.

Mais ceci s'explique par le renchérissement des prix du pétrole et ne doit pas dissimuler que la tendance des prix hors éléments volatils (énergie et alimentation) reste au ralentissement. Par ailleurs, la hausse des salaires demeure disciplinée en dessous de la ligne des 4 % l'an et les gains de productivité de la main d'œuvre s'accélèrent. Aussi les prix devraient-ils rester « sages » à horizon de ces prochains trimestres. L'hypothèse apparaît d'autant plus probable que les prix du pétrole ne devraient plus monter, un repli au cours de l'année 2000 est même probable qui ferait sentir ses effets sur les indices de prix. Sous cet angle, la politique monétaire ne devrait donc pas de nouveau être durcie et l'hypothèse d'un reflux précoce des taux longs ne peut être exclue.

2000 : l'année  
du ralentissement  
américain

Etats-Unis				
	1997	1998	1999	2000
	<b>Variations annuelles en %</b>			
PIB	3,9	3,9	3,7	2,6
Demande interne stocks compris	4,2	5,1	4,8	3,0
Demande interne hors stocks	3,8	5,2	5,1	2,9
Consommation privée	3,4	4,9	5,0	2,6
Dépenses publiques	1,3	0,9	1,5	1,5
FBCF totale	8,5	11,4	9,4	5,0
logement	2,5	10,4	9,8	0,2
productif	10,7	11,8	9,2	6,6
Exportations de biens et services	12,8	1,5	3,1	6,4
Importations de biens et services	13,9	10,6	11,2	7,6
Prix de détail	2,3	1,6	2,1	2,5
Gains horaires*	3,9	4,1	3,7	4,0
Coût salarial horaire*	3,5	4,2	4,5	4,2
	<b>Moyenne sur la période</b>			
Taux de chômage	4,9	4,5	4,2	4,4
Balance courante en mrd \$	-143	-221	-341	-385
Balance courante en % du PIB	-1,8	-2,6	-3,8	-4,1
Bons du Trésor à 3 mois	5,2	4,9	4,8	5,4
Obligations d'Etat à 10 ans	6,4	5,3	5,7	6,4
1 \$ = ...euro	0,88	0,89	0,93	0,89
1 \$ = ...yens	121	131	115	115
1 £ = ...\$	1,64	1,66	1,61	1,60
*secteur privé non agricole				
**moyenne sur la période				

Cependant, les déséquilibres des comptes des ménages d'une part avec un taux d'épargne de plus en plus négatif et des comptes des entreprises d'autre part avec un taux d'auto-financement en recul ne peuvent laisser M. Greenspan indifférent. La montée de l'endettement intérieur nourrit en effet une demande domestique privée dont le dynamisme n'est pas soutenable durablement sans risques inflationnistes.

Dans la mesure où Wall Street reste voisin de ses niveaux records, il apparaît que la remontée d'un demi-point des fonds fédéraux n'est pas suffisante pour ralentir la demande interne sur un rythme soutenable. Le Système fédéral de Réserve devrait donc encore resserrer son étreinte. Nous envisageons une hausse d'encore un demi-point (en deux étapes) d'ici le premier trimestre 2000 qui tendrait les taux longs jusqu'à 6,5 % sur les échéances à dix ans.

Cette montée des taux réduisant la profitabilité de l'investissement productif, les entreprises ralentiraient leurs investissements d'autant plus que les capacités de production sont loin d'être pleinement utilisées. Elle pèserait par ailleurs sur l'investissement en logement des ménages et aussi sur leur consommation, incitant les banques à être plus prudentes dans leur distribution de crédit. Le ralentissement de la demande intérieure contribuerait à modérer l'expansion, donc l'emploi, de sorte que le marché du travail se détendrait. Les importations se modèreraient de sorte qu'avec le redressement des exportations, la détérioration des comptes courants s'arrêterait. Une fois le ralentissement clairement engagé, la politique monétaire pourrait être détendue vers

l'automne de l'année prochaine. La poursuite à court terme du resserrement monétaire est naturellement une manœuvre risquée, comportant un éventuel retournement marqué de Wall Street dont la surévaluation persiste. Il est vrai que si ce retournement arrivait, la donne serait changée. Mais les autorités auraient suffisamment de degrés de liberté du côté des politiques budgétaire et monétaire pour contrer les effets dépressifs.

## Japon

La croissance du PIB au premier semestre 1999 a été forte, ressortant à 3,4 % en rythme annualisé par rapport au deuxième semestre 1998. Les mesures de relance massives se sont traduites par une vive augmentation des dépenses publiques, stimulant la consommation et l'investissement résidentiel des ménages. Les exportations ont amorcé une timide reprise au deuxième trimestre, tandis que les importations ont ralenti. Parallèlement, le secteur bancaire a poursuivi son effort d'assainissement, soutenu par l'injection de fonds publics, et les entreprises du secteur privé ont continué de réduire leurs capacités de production excédentaires.

L'économie japonaise reste fragile, tributaire à la fois de la politique budgétaire et de la force du yen. Le PIB croîtrait de 0,9 % en 1999, puis de 0,2 % en 2000. D'une part, la demande intérieure manque de robustesse dès que les plans de relance cessent d'agir, comme l'illustre son fléchissement entre le premier et le deuxième trimestre 1999. Ceci suscite un vif débat sur l'opportunité d'un nouveau plan de relance (qui correspondrait au deuxième budget

supplémentaire de l'année fiscale 1999). Ce plan est estimé entre 5 000 et 10 000 milliards de yens (entre 45 et 90 milliards de dollars), soit 1 % à 2 % du PIB.

Il est vrai que les bons résultats de la croissance au premier semestre ne jouent pas en faveur des partisans d'une nouvelle relance publique. Certes, la réélection, ce 21 septembre, de Keizo Obuchi, actuel premier ministre, au poste de président de son parti, le Parti Libéral Démocrate (PLD), ne devrait pas entraîner de changement de la coalition parlementaire (PLD, Parti Libéral et « New Komei »). Un an avant les élections générales, Obuchi est conforté dans son action politique. En dépit de probables remaniements au sein de son gouvernement, la politique d'investissements publics ne devrait pas être remise en question. Mais l'interrogation demeure sur le montant de l'intervention publique.

D'autre part, si les échanges commerciaux n'ont pas pesé sur la croissance au deuxième trimestre, après deux trimestres de contribution négative, l'appréciation du change effectif du yen de près de 15 % depuis mai dernier, en revanche, hypothèque la poursuite du récent redressement des exportations. L'effet « compétitivité » devrait commencer à se faire sentir sur les exportations au cours du quatrième trimestre 1999. Le yen pourrait alors baisser, pour s'accrocher au niveau de 115 yens pour un dollar en 2000. La balance commerciale retrouverait alors un excédent équivalent à celui du début 1999, à 112 milliards de dollars au taux annuel. L'excédent courant représenterait toujours 3 % du PIB en moyenne à l'horizon de la prévision.

Nos perspectives de croissance sont bâties sur l'hypothèse qu'il n'y aura pas de deuxième « extra budget » sur l'année fiscale 1999. Avec un déficit public qui atteindra 9 % du PIB et une dette qui dépassera 100 % du PIB cette année, on peut comprendre les réticences du gouvernement à aller plus loin. Par rapport à d'autres grandes économies développées, le Japon affiche le plus fort taux d'investissement public. En moyenne de 1990 à 1997, la FBCF publique en volume a représenté 8 % du PIB. Ce ratio s'élève à 1,9 % au Royaume-Uni, 3,1 % aux Etats-Unis et 3,7 % en France. Au cours du troisième et du quatrième trimestre 1999, c'est donc principalement la perspective d'une correction à la baisse des dépenses publiques qui devrait grever la croissance du PIB.

Echec du rebond  
au Japon

Japon				
	1997	1998	1999	2000
	Variations annuelles en %			
PIB	1,4	-2,9	0,9	0,2
Demande interne stocks compris	0,0	-3,5	1,1	-0,1
Demande interne hors stocks	0,1	-3,4	1,0	-0,2
Consommation privée	1,0	-1,1	1,8	1,3
Consommation publique	1,5	0,6	0,2	-0,4
FBCF totale	-2,1	-9,0	-0,4	-3,2
logement	-15,9	-14,0	-0,5	-1,5
productif privé	7,2	-11,2	-7,7	-2,9
publique	-11,3	-1,2	14,2	-4,3
Exportations de biens et services	11,6	-2,2	0,0	4,8
Importations de biens et services	0,6	-7,5	1,7	3,2
Prix de détail	1,3	0,8	-0,7	-0,7
Gains mensuels (ens. de l'économie)	2,0	-0,9	-4,8	-1,6
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage	3,4	4,1	4,9	5,5
Balance courante en mrds \$	94	121	126	130
Balance courante en % du PIB	2,3	3,2	2,9	3,0
Euro-yen à 3 mois	0,5	0,5	0,2	0,2
Obligations d'Etat à 10 ans	2,1	1,3	1,7	1,8
1 euro = ... yen	137	146	124	129



Sans plan de soutien à l'activité, la consommation des ménages resterait faible au cours des trois prochains trimestres. Le taux de chômage continuerait à augmenter en 2000. La FBCF productif rapportée au PIB (en volume) baisserait de 16 % en 1998 à 15,2 % en 1999 et 14,6 % en 2000, ce qui reste encore élevé. En moyenne entre 1990 et 1997, ce ratio atteint 18 % au Japon, contre 10 % aux Etats-Unis, 11,5 % en France et 12,2 % au Royaume-Uni.

## Zone Euro

Les indicateurs classiques de conjoncture (enquêtes, production industrielle, chômage) montrent que la situation économique de la zone euro<sup>1</sup> s'est améliorée au cours du premier semestre 1999, et que le

mouvement s'est amplifié depuis le début de l'été. Après environ une année de détérioration, le climat de confiance des industriels européens a commencé de se redresser en avril 1999, en ligne avec le rebond des exportations et une remontée de leurs entrées en commande. De fait, la production industrielle amorce depuis le mois de mai un mouvement de reprise, plus particulièrement marqué sur le segment des biens de consommation.

Du côté des ménages, le « trou d'air » conjoncturel ne s'est que modérément fait sentir, la baisse du chômage et la maîtrise des prix soutenant le pouvoir d'achat des consommateurs et justifiant un haut niveau de confiance. Pour l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage ressort à 10,2 % à la mi-1999 (environ un point de plus pour le groupe des six principaux pays), le plus bas niveau depuis le début de l'année 1993.

Nos estimations de la comptabilité trimestrielle de l'Union monétaire (qui reposent sur les données des six pays retenus) font apparaître une croissance instantanée du PIB de 1,5 % l'an au premier semestre, rythme qui s'accélérerait assez sensiblement au second semestre (2,8 % l'an), avant de revenir sur une pente à 2,6 % à la fin de l'année 2000.

Au plan interne, la croissance de la demande (hors stocks) s'opèrerait sur une pente proche de 2,5 % par an en l'an 2000. La consommation privée, particulièrement affectée par la mauvaise tenue de la demande des ménages allemands au premier semestre 1999, retrouverait un niveau assez soutenu (estimé à 2,3 % en 1999, prévu à 2,4 % en 2000). La progression de la

### Une bonne année pour la zone euro

Zone euro				
Calcul sur six pays, 92% de la zone	1997	1998	1999	2000
	Variations annuelles en %			
PIB	2,1	2,5	1,9	2,7
Demande interne stocks compris	1,7	3,2	2,5	2,5
Demande interne hors stocks	1,3	2,7	2,7	2,5
Consommation privée	1,5	2,8	2,3	2,4
Consommation publique	0,2	1,1	1,5	0,7
FBCF totale	1,7	3,9	4,9	4,6
Exportations de biens et services	9,2	5,4	2,4	6,4
Importations de biens et services	8,3	8,0	4,6	5,8
Prix à la consommation harmonisés	1,6	1,2	1,1	1,3
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en %	12,8	12,2	11,3	10,7
Balance courante				
- en mrd\$ d'euro	94,2	76,5	58,3	61,6
- en mrd\$	106,5	86,1	63,1	69,1
- en % du PIB	1,4	1,7	1,3	1,0
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	4,8	3,9	2,8	2,9
Emprunt d'Etat à 10 ans	6,0	4,7	4,6	5,5
1 euro = ... \$	1,13	1,12	1,08	1,12
1 euro = ... yen	137	146	124	129
1 euro = ... £	0,69	0,68	0,67	0,70

FBCF totale ralentirait un peu sur l'horizon retenu, l'essentiel de ce ralentissement provenant d'une nette modération de l'investissement en construction (surtout en Allemagne, en France et en Espagne) en ligne avec la remontée des taux d'intérêt à long terme. Dans notre scénario, la contribution des stocks à la croissance, fortement négative en début d'année, devient neutre au fur et à mesure que la reprise industrielle se confirme.

Au plan externe, le rebond des exportations en volume est très net à partir du deuxième trimestre 1999 et il se modère ensuite en conjonction avec l'évolution de l'environnement mondial (consolidation de la demande asiatique, début du ralentissement américain). En moyenne annuelle, la demande mondiale s'adressant à l'Union monétaire progresse de 4,1 % en 1999 et de 6,1 % en 2000. Au total, les échanges extérieurs nets cessent de peser sur la croissance à partir du second semestre 1999. Par suite, l'excédent courant s'élève un peu en 2000 ; hors consolidation, il ressort alors à 70 milliards \$ pour les six pays considérés (73 milliards pour l'ensemble de l'Union monétaire).

Notre scénario exclut qu'une dérive inflationniste marquée s'étende à l'ensemble de la zone euro (la hausse moyenne des prix de détail ressortant à 1,3 % en 2000), des différences marquées subsistant entre les pays membres (1 % en France, 2,3 % aux Pays-Bas). Le durcissement de la politique monétaire n'interviendrait donc qu'au printemps 2000, lorsque la reprise économique sera bien installée, et il serait assez modeste (cinquante centimes environ). La tension sur les

taux longs se relâcherait progressivement dans la deuxième moitié de l'an 2000, l'orientation générale restant guidée par le marché américain. La perspective de change retient une appréciation de l'euro contre dollar d'environ 10 % au cours des dix-huit prochains mois, la devise européenne cotant 1,15 dollar au terme de l'horizon.

## Allemagne

Dans les comptes publiés par la Bundesbank pour le deuxième trimestre, le PIB allemand n'a progressé que de 0,2 % l'an et a même reculé de -0,4 % l'an en valeur. La consommation des ménages et les investissements chutent respectivement à -1,8 % et -2,3 % l'an, leur repli contrastant avec le rebond des exportations, à 8,9 % l'an. La

L'Allemagne bénéficie  
du rebond du commerce  
mondial

Allemagne				
	1997	1998	1999	2000
	Variations annuelles en %			
PIB	1,9	1,9	1,3	2,7
Demande interne stocks compris	1,0	2,3	1,8	2,2
Demande interne hors stocks	0,4	1,5	1,9	2,2
Consommation privée	0,8	2,1	1,5	1,8
Consommation publique	0,8	0,5	1,0	0,3
FBCF totale	0,2	1,0	3,7	5,0
construction	-2,2	-4,2	-1,4	0,4
équipement	3,9	8,6	9,6	9,2
immatérielle	5,7	15,0	19,5	21,4
Exportations de biens et services	11,0	6,4	2,4	6,7
Importations de biens et services	8,4	8,1	4,1	5,0
Prix de détail	1,9	0,9	0,5	1,1
Gains horaires (toutes activités)	1,3	1,8	2,8	2,5
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage	11,5	11,2	10,8	10,4
Balance courante				
- en mrd \$	-4,4	-5,1	-3,8	-2,3
- en % PIB	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	3,5	3,5	2,8	2,9
Emprunt d'Etat à 10 ans	5,7	4,6	4,5	5,4
1 euro = ... \$	1,13	1,12	1,08	1,12
1 \$ = ... DM *	1,73	1,76	1,82	1,75
1 DM = ... Yens *	69,9	74,3	63,5	65,9
* Taux de change implicite				

demande intérieure, stocks compris, stagne à 0 % l'an grâce au redémarrage d'un processus de restockage. La forte poussée des importations (+8,8 %) au deuxième trimestre et une remontée des prix à l'importation font baisser l'excédent de la balance commerciale.

Les exportations ont rebondi fortement au deuxième trimestre à 8,9 % l'an. Elles se sont accrues de 19,4 % depuis le début de l'année à destination des pays d'Europe de l'est, de 7,4 % à destination des pays du sud-est asiatique, mais aussi de 5,8 % à destination des Etats-Unis. La question centrale concerne la vigueur et la durée de ce rebond. Les exportations devraient poursuivre leur accélération au troisième trimestre en raison des gains de compétitivité et en liaison avec la réaccélération du commerce mondial. Puis leur rythme de progression devrait se stabiliser entre 5,5 % et 6 % l'an à la fin du deuxième semestre 1999 et durant l'année 2000. Les importations devraient progresser sur une pente à 5 % l'an, donc plus lentement, en liaison avec une croissance modérée de la demande intérieure (2,5 % l'an environ).

Le secteur industriel allemand s'est redressé depuis le début de l'année grâce à la demande extérieure. Ainsi, les commandes à l'industrie ont progressé de 7,3 % depuis le début de l'année et même de 10 % pour le marché extérieur dépassant leur niveau de début 1998. Les exportations soutiennent l'activité industrielle, et les chefs d'entreprise sont de plus en plus optimistes. On peut donc aisément souscrire à une hypothèse de reprise durable de l'activité industrielle. La bonne tenue de l'activité industrielle va favoriser les inves-

tissements en biens d'équipement qui augmenteraient de 9,6 % en 1999 et de 9,2 % en 2000 (9,2 %). Les investissements en construction devraient enfin se stabiliser à compter du deuxième semestre 1999 après une crise qui dure depuis quatre ans et qui pèse sur toute l'économie allemande. En 2000, nous faisons l'hypothèse d'une quasi-stagnation de la FBCF en construction à 0,4 %.

Cette quasi-stagnation des investissements en construction résulterait en partie de la lourdeur des dépenses des ménages et pour partie aussi des efforts poursuivis en matière de réduction des dépenses publiques, certains projets d'infrastructures publiques prévus ces prochaines années étant revus à la baisse (projet Transrapid Berlin-Hamburg). Les efforts de réduction des dépenses publiques menés par le gouvernement Schröder n'épargnant pas les prestations sociales, dans un premier temps, le revenu disponible des ménages s'en trouverait affecté.

Aussi, en dépit de l'accélération de la production industrielle qui devrait se traduire à termes par une amélioration du marché de l'emploi, les dépenses des ménages progresseraient modérément. Le chômage resterait en effet élevé et ne devrait que modérément reculer tandis que, par ailleurs, les entreprises continueraient de s'efforcer à redresser leur compétitivité en limitant strictement les hausses salariales. Globalement, nous envisageons une hausse de la consommation des ménages sur une pente à 2 % l'an, à compter du troisième trimestre et jusqu'à fin 2000, conduisant à une hausse en moyenne annuelle à 1,8 % l'année prochaine contre 1,5 % cette année.

Au-delà de l'exercice prochain, une accélération pourrait se dessiner en raison de la baisse des prélèvements obligatoires permise par la réduction des dépenses publiques.

Dans notre scénario de hausse du PIB à 2,7 % en 2000, l'emploi devrait croître de 0,4 % en 1999 et de 0,2 % en 2000, avec une accélération au deuxième semestre, faisant ainsi reculer le taux de chômage à 10,4 % en 2000.

## Royaume-Uni

L'activité n'a finalement connu qu'une simple pause et non une récession. Après une quasi-stabilisation au premier trimestre 1999, le PIB a progressé de 2 % l'an au deuxième. Avec une progression d'un peu plus de 5 % l'an en moyenne depuis le début de l'année, la consommation des ménages reste le moteur principal de la croissance. De plus, au deuxième trimestre, la contribution des échanges extérieurs est redevenue positive pour la première fois depuis la fin 1997.

Si la croissance a été faible au premier semestre, c'est en raison d'une très forte contribution négative des stocks (-1,6 point de PIB en rythme annuel au premier trimestre, -3,3 points au deuxième). La demande intérieure hors stocks a en effet réaccélééré depuis la mi-98 sur une pente moyenne de 4 % l'an. L'inflation a par ailleurs continué de ralentir ; hors intérêts hypothécaires, la hausse sur un an des prix de détail est passée de 2,6 % en décembre 1998 à 2,1 % en août dernier. Mesurée sur trois mois au taux annuel, on n'observe aucune accélération de l'inflation sous-jacente : elle n'est que de 1,8 %

hors intérêts hypothécaires, énergie, produits frais et fiscalité locale. Enfin, malgré le ralentissement des créations nettes d'emploi, le marché du travail continue de se tendre avec un taux de chômage au sens du BIT descendu jusqu'à 6 % au début de l'été.

Force est de constater que la situation conjoncturelle du Royaume-Uni ressemble de plus en plus à celle des Etats-Unis. L'amélioration des indicateurs conjoncturels (volume des ventes au détail, production industrielle, résultats d'enquête dans l'industrie, la construction et les services) se confirme sur les premiers mois de l'été. Avec l'arrêt du déstockage, l'accélération de la croissance va donc clairement apparaître sur la deuxième partie de l'année. Aussi

Le ralentissement n'aura été que de courte durée au Royaume-Uni

Royaume-Uni				
	1997	1998	1999	2000
	Variations annuelles en %			
PIB	3,5	2,2	1,6	2,7
Demande interne stocks compris	3,7	4,0	3,4	3,3
Demande interne hors stocks	3,5	4,0	4,0	2,7
Consommation privée	3,9	3,4	4,1	2,9
Consommation publique	-1,4	1,0	3,4	2,0
FBCF totale	7,5	9,9	4,4	2,6
logement	2,3	5,0	-6,1	0,2
productif	11,8	12,5	7,5	2,8
administrations publiques	-11,6	8,4	2,2	5,3
Exportations de biens et services	8,6	2,0	-0,7	5,3
Importations de biens et services	9,2	8,4	4,6	6,6
Prix de détail	3,1	3,4	1,6	2,5
Prix de détail hors intérêts hypothécaires	2,8	2,7	2,3	2,4
Gains mensuels (toutes activités)	4,3	5,1	4,3	3,5
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage	7,0	6,3	6,1	5,6
Balance courante				
- en mrd \$	10,9	0,2	-7,6	-13,4
- en % du PIB	0,8	0,0	-0,5	-0,9
Marché interbancaire à 3 mois	6,9	7,3	5,4	5,7
Obligations d'Etat à 10 ans	7,0	5,5	5,0	6,0
1 £ = ... \$	1,64	1,66	1,61	1,60
1 £ = ... euro	1,45	1,48	1,50	1,43
1 £ = ... DM *	2,84	2,92	2,93	2,79
1 £ = ... FF*	9,56	9,77	9,81	9,37
* taux de change implicite				

les autorités monétaires ont-elles par précaution décidé de relever leur taux directeur d'un quart de point, le portant à 5,25 % le 9 septembre dernier en invoquant d'ailleurs les risques de bulle sur le marché immobilier. La question est de savoir s'il faut s'attendre à de nouvelles hausse de taux d'ici à la fin 2000.

Le scénario macro-économique retenu ne justifie pas un resserrement de la politique monétaire allant au-delà d'une hausse d'un quart de point que nous avons située au cours du premier semestre 2000. En effet, après une poussée à 3,5 % l'an en moyenne au deuxième semestre 1999, la croissance retrouverait un rythme plus modéré en 2000 bien que supérieur à la tendance 1973-98 de 2,2 %. Mais, compte tenu d'un acquis important à la fin de l'année, la croissance marquerait une accélération sensible en moyenne annuelle en 2000. Une fois de plus, la consommation des ménages reste l'inconnue majeure de notre scénario.

Rendus plus confiants par la baisse du chômage, les ménages ont largement recours au crédit. Déflatés par l'indice des prix à la consommation de biens durables, les crédits à la consommation progressent actuellement au rythme de 15 % l'an. La consommation des ménages se nourrit à la fois de la progression du pouvoir d'achat de la masse salariale et de la baisse du taux d'épargne tombé à 6 % en moyenne sur les trois derniers trimestres connus. L'endettement brut des ménages (crédits à la consommation + crédit logement) s'élève au deuxième trimestre 1999 à 100 % de leur revenu disponible, dépassant le point haut de 94 % à la fin 1990. Mais, parallèlement, leur

richesse financière nette a atteint 3,8 années de revenu disponible contre 2 à la fin 1990. Avec la baisse du chômage et les effets de richesse, la baisse du taux d'épargne devrait donc se poursuivre. Néanmoins, la montée de l'endettement et la hausse des taux d'intérêt ralentiraient le mouvement. Aussi, encore très forte au deuxième semestre 1999, la consommation reviendrait-elle sur une pente de 2,6 % l'an dès le début de l'année prochaine.

## Italie

L'économie italienne montre des signes de reprise. Le volume du PIB a rebondi de 1,7 % l'an au second trimestre 1999. Cette hausse, même si elle reste modeste, confirme ce que laissent poindre les derniers indicateurs conjoncturels. Cependant, l'acquis de croissance au second trimestre n'est que de 0,6% et notre prévision pour l'ensemble de l'année ne dépasse pas 1,2%. Ceci s'explique par la conjonction d'une consommation privée faible et d'une contribution à la croissance de la demande extérieure nette négative.

La faiblesse de la consommation des ménages (+1,7% en 1998 et en 1999) s'explique d'abord par la faible croissance de la masse salariale. L'application des mesures de flexibilisation du marché du travail adoptées lors de la signature du Pacte Social à l'automne 1997 a certes stimulé les créations d'emploi (+1,1% en 1998) : 264000 emplois ont ainsi été créés sur un an en juin 1999, ramenant le taux de chômage à 11,6%. Mais la modération salariale a pesé sur la progression des gains réels qui n'est que de 1,8% en 1998 et, selon nos estimations, +1,3% en 1999.

Par ailleurs, les efforts de réduction du déficit budgétaire consentis par les pouvoirs publics dans la perspective de l'Union monétaire, la baisse des taux d'intérêt dans un pays où l'épargne est essentiellement investie en obligations, ont sérieusement affecté la croissance du revenu disponible des ménages. Néanmoins, ces effets négatifs sont pour l'essentiel derrière nous, de sorte que la dynamique du marché du travail et la baisse du taux de chômage soutiendraient la consommation des ménages en 2000 (+2,4% en moyenne annuelle).

La FBCF qui reste bien orientée depuis près de deux ans devrait accélérer. Celle-ci bénéficie de la dynamique de l'investissement en construction qui reflète à la fois la reprise des travaux publics entraînée par le Jubilé 2000 et le déblocage des fonds structurels alloués au Mezzogiorno. S'y ajoutent l'engouement massif pour les travaux de réhabilitation de logements, qui bénéficient d'incitations fiscales très favorables. En ce qui concerne la FBCF en biens d'équipement, la reprise des carnets de commandes et les incitations fiscales prévues par le Ministère des finances pour 1999 et 2000 pourraient jouer favorablement.

L'excédent commercial se dégrade fortement depuis le printemps 1998 (26 milliards de milliards de liras l'an au deuxième trimestre contre 36,3 au trimestre précédent et 46 en moyenne sur l'année 1998) en raison notamment de la détérioration des termes de l'échange. La baisse de la demande en provenance des pays émergents en crise et les pertes de parts de marché se sont fait durement sentir, malgré la vigueur récente des ventes à destination des États-

Unis (+30% l'an au deuxième trimestre 1999). Sur l'horizon prévisionnel retenu, l'arrêt de la détérioration puis l'amélioration des termes de l'échange et les rentrées d'invisibles liées aux manifestations du Jubilé 2000 permettraient une légère amélioration de la balance des paiements courants.

Le volet budgétaire de l'ajustement économique semble reporté. En dépit des annonces du gouvernement italien au printemps dernier laissant craindre qu'il ne pourrait contenir le déficit des administrations publiques à 2%, les rentrées fiscales s'avèrent meilleures que prévu, grâce aux excellents résultats des entreprises italiennes en 1998, notamment liés aux efforts de productivité et à la baisse des taux d'intérêt. Dans ces conditions,

L'Italie suit l'Europe

Italie				
	1997	1998	1999	2000
	Variations annuelles en %			
PIB	1,5	1,3	1,2	2,4
Demande interne stocks compris	2,5	2,5	2,3	2,1
Demande interne hors stocks	1,7	2,0	2,1	2,4
Consommation privée	2,6	1,7	1,7	2,4
Consommation publique	-0,5	1,3	2,3	0,6
FBCF totale	0,9	3,5	3,0	4,2
Construction	-1,8	0,1	3,8	4,0
Equipement	3,1	6,1	2,4	4,3
Exportations de biens et services	5,0	1,2	1,8	6,9
Importations de biens et services	10,0	6,1	6,2	6,1
Prix de détail	1,8	1,7	1,6	1,5
Gains horaires (toutes activités)	4,4	2,4	1,9	2,6
Coûts salariaux horaires (industrie)	3,8	2,8	2,4	2,5
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage	11,7	11,8	11,5	11,2
Balance courante				
- en milliards de \$	32,5	20,1	10,2	13,8
- en % du PIB	2,8	1,7	0,9	1,1
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	6,8	4,9	2,8	2,9
Emprunt Phare à 10 ans	6,7	4,8	4,7	5,6
1 Euro=...\$	1,13	1,12	1,08	1,12
1 \$ = ... Lires*	1703	1737	1826	1670

\* taux de change implicite

on peut penser que le gouvernement abandonnera ses projets de réduction des dépenses, mais pourrait procéder, si la conjoncture devenait favorable, à des réductions d'impôt.

## Espagne

Le ralentissement conjoncturel subi par les pays européens à la fin de l'année dernière n'a que peu affecté la croissance de l'économie espagnole. Le rythme de progression du PIB reste élevé (3,4 % dans notre estimation 1999), si bien que le surcroît de croissance de l'Espagne par rapport à l'Union européenne s'élève à un point par an en moyenne sur les cinq derniers exercices. L'hypothèse du rat-trapage ne suffit pas à expliquer de

telles performances. Le facteur décisif tient à l'adaptation de la politique économique dans la perspective de l'union monétaire. Sans se limiter aux aspects nominaux de la convergence (taux d'intérêt et taux d'inflation), les autorités espagnoles ont en effet su s'attaquer, au cours des dernières années, aux problèmes réels que sont le haut niveau de chômage et la dérive budgétaire. La bonne santé de l'économie espagnole résulte en partie des changements structurels imposés au marché du travail et à la politique budgétaire.

L'application des mesures de flexibilisation du marché du travail adoptées au printemps 1997 a stimulé la création d'emplois et permis que le nombre des contrats à durée indéterminée progresse deux fois plus vite que celui des contrats temporaires. Depuis 1994, plus de deux millions d'emplois ont été créés, et le taux de chômage a baissé de près de neuf points. Le problème de l'emploi est certes loin d'être résolu, puisque l'Espagne enregistre un taux de chômage d'environ 16 % de la population active à la mi-1999 (30 % pour les moins de vingt-cinq ans) alors que le taux de chômage de l'Union européenne est de 9,5 % (11 % pour la zone euro).

Néanmoins, la dynamique de l'ajustement du marché du travail contribue à soutenir la consommation des ménages et l'investissement en construction, les deux postes qui contribuent le plus à la croissance du PIB (pour respectivement 2,4 points et 1 point en 1998). Sur l'horizon prévisionnel retenu, la croissance de l'emploi ralentirait un peu, la productivité se redressant conjointement, mais elle resterait la principale source de pouvoir

L'Espagne toujours en tête de la zone euro

Espagne				
	1997	1998	1999	2000
	Variations annuelles en %			
PIB	3,7	4,0	3,4	3,3
Demande interne stocks compris	3,2	4,9	4,8	3,4
Demande interne hors stocks	3,2	4,8	4,8	3,5
Consommation privée	3,0	4,1	4,3	3,4
Consommation publique	1,9	1,4	1,0	1,3
FBCF totale	5,0	9,2	9,2	5,3
construction	2,3	7,0	9,6	4,6
équipement	10,2	13,0	8,4	6,6
Exportations de biens et services	14,5	8,0	5,6	6,6
Importations de biens et services	12,5	11,8	10,2	6,8
Prix de détail	2,0	1,8	2,3	2,1
Gains horaires (toutes activités)	4,1	2,8	2,7	2,4
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage	20,8	18,8	15,7	13,8
Balance courante				
- en mrd \$	2,5	-1,4	-6,7	-10,4
- en % du PIB	0,4	-0,2	-1,1	-1,6
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	7,5	4,2	2,8	2,9
Emprunt phare à 10 ans	6,4	4,8	4,8	5,7
1 euro = ... \$	1,13	1,12	1,08	1,12
1 \$ = ... Pesetas**	146	149	155	148

\*moyenne sur la période ; \*\*taux de change implicite

d'achat de la masse salariale (qui s'élèverait de 3,4 % en 2000).

L'autre volet important de l'ajustement économique est budgétaire. Le ratio des dépenses publiques a diminué de cinq points depuis 1993 tandis que, simultanément, les ménages bénéficiaient d'allègements fiscaux. L'Espagne a le plus faible taux de pression fiscale de l'Union monétaire (Irlande exceptée). Au total, le déficit public a subi un ajustement rapide : les dernières estimations font état d'un besoin de financement de 1,4 % du PIB en 1999, pour un objectif officiel abaissé à 0,8 % en 2000.

Dans un contexte de poursuite de ces ajustements structurels, la demande interne espagnole resterait forte dans notre scénario. Elle se modérerait surtout par le fait de la remontée des taux d'intérêt européens et d'un ralentissement de la demande publique (que justifie l'objectif de modération des prix). La croissance espagnole ferait donc apparaître deux types de déséquilibre : l'un interne, lié à une hausse des prix de détail nettement supérieure à la moyenne européenne (2,1 % en 2000, contre 1,3 % pour la zone euro) ; l'autre externe, résultant du creusement des déficits extérieurs.

Pour autant, ces deux problèmes ne seraient pas la cause d'une rupture du rythme de croissance. D'une part, la politique monétaire échappe désormais aux autorités espagnoles ; elle appartient à la Banque Centrale Européenne qui ne pourrait invoquer une menace contre la stabilité des prix que si les tensions inflationnistes étaient générales dans la zone euro (ce qui n'est pas le cas). D'autre part, le déficit courant espagnol n'a plus

d'implication directe pour la tenue du change, et la devise unique des pays de l'Union monétaire est protégée, malgré le déficit espagnol, par les excédents importants des autres pays européens.

## Pays-Bas

Après une croissance exceptionnelle réalisée en 1998 de 3,8 %, le PIB en volume des Pays-Bas s'est ralenti pendant le premier semestre 1999 (3 % l'an). Les résultats du deuxième trimestre ne sont pas totalement connus, ils devraient corriger les aléas du premier trimestre qui a enregistré une croissance des investissements à 20,6 % l'an. Avec la vigueur de la demande intérieure, l'excédent de la balance commerciale tend à se détériorer en raison de la crois-

Léger ralentissement  
aux Pays-Bas

Pays-Bas				
	1997	1998	1999	2000
	Variations annuelles en %			
<b>NB : Les comptes des premier et deuxième trimestres 1999 ne sont pas connus dans leur intégralité (est. Rexecode, CBS)</b>				
PIB	3,6	3,8	2,9	2,6
Demande interne stocks compris	3,6	4,3	3,8	3,1
Demande interne hors stocks	3,6	4,1	4,7	3,1
Consommation privée	3,0	4,5	4,6	3,2
Consommation publique	1,5	2,5	2,8	1,3
FBCF totale	6,8	4,0	6,5	3,7
productif	8,1	5,5	8,3	4,4
publique	0,1	5,8	5,1	1,9
logement	7,0	-0,3	2,0	3,6
Exportations de biens et services	6,7	6,1	4,3	5,4
Importations de biens et services	7,1	7,3	5,9	6,5
Prix de détail	2,2	2,0	2,3	2,3
Gains mensuels (toutes activités)	2,9	3,4	2,7	3,6
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage	5,5	4,1	3,4	3,4
Balance courante				
- en mrd \$	21,5	19,2	18,0	17,8
- en % PIB	5,9	5,1	4,4	3,9
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	3,3	3,5	2,8	2,9
Emprunt d'Etat à 10 ans	5,7	4,6	4,5	5,4
1 euro = ... \$	1,13	1,12	1,08	1,12
1 \$ = ... florins *	2,0	2,0	2,0	2,0
* Taux de change implicite				



sance très vive des importations (7,7 % l'an), alors que les exportations au premier trimestre fléchissent légèrement par rapport à 1998 (4,7 % l'an contre 6,1 %). Toutefois, sur la période toute récente, l'activité industrielle est en phase de réaccélération, avec notamment une hausse de la confiance des industriels.

La consommation des ménages s'est accélérée durant le premier trimestre 1999 à 5,5 %. Ce dynamisme est dû à la hausse des revenus des ménages et à la baisse du taux de chômage. Ce dernier ressort à 3,3 % au deuxième trimestre 1999 (contre 10,3 % pour moyenne de la zone euro).

Le risque est grand de tensions croissantes sur le marché du travail qui pourraient être à l'origine d'une perte de compétitivité accentuée de l'économie néerlandaise. En effet, dans certains secteurs de l'économie, les postes non pourvus se comptent par dizaines de milliers. Le marché du travail néerlandais est déjà en surchauffe impliquant des tensions sur les salaires et sur les prix. Les conséquences pourraient apparaître dès le premier semestre 2000.

L'accélération de l'inflation est en effet déjà sensible. Alors que le taux de la zone euro s'est établi à 1,2 % sur douze mois en août, le taux hollandais ressortait à 2,6 %. Depuis le début de l'année, les prix ont augmenté de 1,7 %. Cette inflation découle d'une croissance supérieure à la moyenne de la zone euro. Elle pourrait faire perdre au pays des parts de marché au plan mondial.

Pour contrer les risques de surchauffe, le seul instrument qui reste aux autorités est la politique

budgétaire. Le gouvernement vient d'annoncer une poursuite de la réduction du déficit budgétaire à 0,5 % du PIB 2000 contre 0,6 % en 1999. Selon le budget 2000, les dépenses de l'Etat devraient progresser plus lentement qu'en 1999, notamment en raison de la mise en place d'une réforme de l'imposition des entreprises et des ménages pour 2001. Cette réforme fiscale est mise en place pour améliorer la compétitivité de l'économie néerlandaise. La progression des investissements publics, qui s'était opérée à un rythme élevé en 1998 (5,8 %) devrait se ralentir nettement l'an prochain. Nous envisageons une hausse en volume de 1,9 % après 5,1 % cette année. Après la réalisation de grands projets en 1998 comme la poursuite de la construction de la ligne TGV entre Amsterdam et Bruxelles et d'autres projets d'infrastructures de transport (aéroport de Schiphol, port de Rotterdam, etc.) ou de développement de polders, la priorité, selon le budget 2000, sera mise sur l'entretien des infrastructures de transport existantes.

Les exportations devraient perdre quelques parts de marché. Nous envisageons une avance s'opérant sur une pente à 5,5 % l'an dès le troisième trimestre 1999 et se modérant à 5 % l'an au second semestre 2000. En moyenne annuelle, la progression ressortirait à 5,4 %, un peu en dessous de celle de la demande mondiale s'adressant aux Pays-Bas (5,9 %).

La consommation des ménages resterait orientée sur une pente relativement soutenue, voisine de 3 % l'an.

Après le boom enregistré au premier trimestre, l'avancée des inves-

tissements productifs devrait se modérer. La hausse des taux d'intérêt à long terme déjà enregistrée devrait favoriser le processus. En moyenne annuelle, après 8,3 % cette année, nous envisageons une hausse de 4,4 % l'an prochain.

## Belgique

L'activité, qui a progressé de 1,4 % l'an au second semestre 1998 (après +2,4 % l'an au premier semestre) a encore ralenti. Au premier trimestre 1999, la croissance du PIB ressort à 1,1 % l'an. Malgré l'amélioration de l'environnement international, la croissance de la Belgique serait faible en 1999 compte tenu notamment de l'impact négatif de la crise de la dioxine sur l'industrie agro-alimentaire et les secteurs exportateurs. En 2000, la croissance s'accélérerait à 2,6 % en ligne avec le redressement de la demande mondiale.

La demande extérieure a pesé sur la croissance au premier trimestre, les exportations se contractant de 9,5 % en rythme annuel. La contribution du commerce extérieur serait encore négative au deuxième trimestre, la reprise des exportations étant freinée par la crise de la dioxine. Soulignons que les exportations de produits alimentaires représentent 6 % du total des exportations. Néanmoins, l'amélioration de la conjoncture dans les pays européens et l'accélération de la demande mondiale adressée à la Belgique (+5,9 % en 2000 contre +4,3 % en 1999) se traduiraient par une contribution en hausse des exportations. Dans notre scénario, suite à la dépréciation de l'euro, la Belgique gagnerait des parts de marché en 2000.

Parallèlement, la demande intérieure se modérerait à 2,9 % en 1999 et 2,3 % en 2000. La consommation des ménages, qui a été très vigoureuse au premier trimestre ralentirait, progressant sur un rythme voisin de sa tendance de long terme. La situation sur le marché du travail, qui s'est détériorée au premier semestre en ligne avec le ralentissement industriel, s'améliorerait lentement à partir de la mi-1999. Soulignons que la situation de l'emploi dans l'industrie pourrait se dégrader dans la mesure où l'industrie agro-alimentaire, qui est le deuxième pourvoyeur d'emplois dans l'industrie, a révisé à la baisse ses perspectives d'embauche suite à la crise de la dioxine. Les créations d'emplois seraient plus vigoureuses en 2000 qu'en 1999. Cependant, la hausse du pouvoir

La Belgique profite  
du redressement  
de la demande mondiale

Belgique				
	1997	1998	1999	2000
	<b>Variations annuelles en %</b>			
<i>NB : Les comptes du deuxième trimestre 1999 ne sont pas connus</i>				
PIB	3,2	2,9	1,6	2,6
Demande interne stocks compris	2,3	4,2	1,5	2,4
Demande interne hors stocks	2,5	3,2	2,9	2,3
Consommation privée	2,3	3,4	3,3	2,4
Consommation publique	-0,4	2,4	1,9	1,4
FBCF totale	6,3	3,7	2,7	3,0
entreprises	6,6	4,8	3,1	3,6
logement	5,0	2,3	0,0	1,0
Exportations de biens et services	7,1	3,4	0,0	6,6
Importations de biens et services	6,0	5,3	-0,2	6,5
Prix de détail	1,6	1,0	1,3	1,3
Gains horaires (toutes activités)	2,2	2,2	2,3	2,3
	<b>Moyenne sur la période</b>			
Taux de chômage	13,3	12,6	11,7	10,9
Balance courante				
- en mrd \$	11,7	10,0	11,4	11,5
- en % du PIB	4,8	4,0	4,6	4,3
Euribor à 3 mois ( à partir de 1999)	3,4	3,6	2,8	2,9
Emprunt Phare à 10 ans	5,9	4,8	4,8	5,7
1 euro = ... \$	1,13	1,12	1,08	1,12
1 \$ = ... Franc belge**	35,8	36,3	37,5	36,0
<i>* moyenne sur la période ; ** taux de change implicite</i>				

d'achat des ménages serait plus modérée que par le passé à la suite des accords de modération salariale et de l'accélération de la hausse des prix. Enfin, la baisse du taux d'épargne des ménages (de 1 % par an en moyenne entre 1993 et 1998) pourrait s'interrompre : d'une part la confiance des ménages s'est effritée, d'autre part, les effets richesse s'estomperaient avec la consolidation des cours boursiers.

Malgré la baisse des taux hypothécaires et la hausse du revenu, les ménages ont réduit leur effort d'investissement à partir de la mi-1998, ce qui s'explique par l'arrêt de mesures incitatives de réduction du taux de TVA sur certains types d'habitations. Sur la période récente, les permis de construire de logement sont mal orientés et les perspectives des architectes se sont encore dégradées. Aussi, l'investissement logement ne progresserait-il pas en 1999. Il serait modéré en 2000 compte tenu de la hausse des taux d'intérêt.

L'investissement des entreprises, qui a ralenti en ligne avec la dégradation de la conjoncture dans l'industrie, se redresserait au second semestre de l'année 1999. En effet, les taux d'utilisation dans l'industrie se sont redressés sur la période récente et les industriels anticipent une accélération de leur activité suite à l'amélioration de l'état de leur carnet de commandes. La reprise de l'investissement serait cependant freinée par la réduction des marges des entreprises et la baisse de leur profitabilité. De plus, soulignons que les perspectives d'investissement des entrepreneurs individuels se sont dégradées suite à la crise de la dioxine. Au total, l'investissement productif progresserait de 3,1 % en 1999 et 3,4 % en 2000.

En revanche, l'investissement des administrations publiques s'accélérerait en 1999 compte tenu des élections communales de 2000, le taux d'investissement public de la Belgique reste néanmoins inférieur à la moyenne européenne. ■



# Perspectives de l'économie française

L'économie française est dans une conjonction favorable. Elle bénéficie à la fois d'une amélioration très nette de la demande extérieure et d'une bonne tenue de la demande intérieure. Après un ralentissement du troisième trimestre 1998 au premier trimestre 1999, la croissance est revenue au deuxième trimestre au voisinage de 2,5 % l'an et elle devrait atteindre 3 % ou plus au second semestre 1999. Au-delà de cette accélération liée à la sortie du « trou d'air », nous envisageons le retour à une croissance plus modérée dans le courant 2000.

Nos perspectives de croissance pour 1999 et 2000 tablent sur des perspectives d'exportations favorables (+ 6,2 % en 2000) et une demande intérieure qui se modèrerait légèrement mais resterait soutenue. En moyenne annuelle, la croissance serait de 2,3 % en 1999 et de 2,8 % en 2000. L'inflation remonterait très légèrement. Les créations d'emplois entraînées par la croissance resteraient assez nombreuses pour autoriser de nouvelles baisses du chômage.

## **Bonnes perspectives conjoncturelles**

L'activité du secteur industriel, qui a été le secteur le plus affecté par la crise, s'est très nettement redressée depuis le printemps, de sorte que la hausse de l'indice de production industrielle est ressortie à 2,6 % l'an au deuxième trimestre et elle s'est accélérée fortement au troisième trimestre selon les enquêtes de conjoncture. Le solde des opinions des industriels sur les perspectives personnelles de production est voisin des points hauts historiques de 1990, 1994 et 1998.

La conjoncture de l'ensemble du secteur de la construction s'est très nettement améliorée depuis le début de l'année. Les ménages ont accru leur effort d'investissement en logement, ce qui s'est traduit par une hausse très vigoureuse des mises en chantier de logement. La construction de bureaux et de bâtiments industriels a été stimulée par la bonne tenue de l'investissement des entreprises. Enfin, l'activité s'est également redressée dans

## Les chiffres clés de l'économie française

	1997	1998	1999	2000
<b>I - Ressources-emplois (volume)</b>	<b>Variations annuelles en %</b>			
PIB	2,0	3,4	2,3	2,8
Demande interne stocks compris	0,9	3,9	2,6	2,6
Demande interne hors stocks	0,6	3,4	2,7	2,5
Consommation privée	0,2	3,6	2,2	2,6
Consommation publique	1,6	1,1	1,0	0,8
FBCF totale	0,5	6,1	6,4	4,6
logement	0,6	3,4	8,0	4,1
productif	1,3	7,3	6,3	5,3
administrations publiques	-5,0	4,5	3,0	1,5
Exportations de biens et services	10,6	6,9	2,3	6,2
Importations de biens et services	6,4	9,4	3,1	5,7
<b>II - Evolutions nominales</b>				
PIB	3,4	4,3	2,9	3,6
Exportations de marchandises	15,1	6,3	-0,9	6,8
Importations de marchandises	9,5	8,1	1,9	6,6
Déflateur du PIB	1,4	0,9	0,5	0,8
Prix de détail	1,2	0,7	0,5	1,0
Salaire mensuel de base	2,2	1,8	1,7	1,6
Taux de salaire horaire	2,8	2,2	1,9	2,6
<b>III - Marché du travail</b>				
Emploi salarié "marchand"	0,7	2,0	1,8	2,0
Taux de chômage au sens du BIT (%)	12,5	11,8	11,3	10,6
Productivité horaire	1,7	1,6	0,9	1,8
Durée annuelle du travail	-0,3	-0,3	-0,4	-1,1
<b>IV - Comptes d'agents</b>				
Coût salarial horaire	2,9	2,2	1,9	2,6
Coût salarial unitaire	1,0	0,6	1,0	0,8
Ratio Défl/CSU (base 100=1994)***	100,3	100,6	100,1	100,1
Taux de marge des SQS en %	32,3	32,5	31,8	31,7
Pouvoir d'achat du RDB des ménages	2,0	3,1	2,6	2,3
Taux d'épargne brute des ménages (%)	16,3	15,8	15,9	15,8
Déficit public (en % du PIB)*	-2,6	-2,6	-2,2	-1,8
<b>V - Solde extérieur en valeur</b>	<b>Moyenne sur la période</b>			
Balance commerciale FAB-FAB en mrds F (taux annuel)	162,7	145,6	99,0	108,2
Balance courante en mrds F (taux annuel)	233	231	204	212
Balance courante en mrds \$ " "	40,0	39,1	33,4	36,3
<b>VI - Taux d'intérêt (%)</b>				
Euribor 3 mois (à partir de 1999)	3,5	3,6	2,8	2,9
Obligations d'Etat à 10 ans	5,6	4,6	4,6	5,5
<b>VII - Taux de change</b>				
1 euro = ... \$	1,13	1,12	1,08	1,12
1 \$ = ...FF**	5,84	5,90	6,09	5,85

\* au sens de la comptabilité européenne

\*\* taux de change implicite

\*\*\* ratio déflateur du PIB / Coût salarial unitaire

la branche des travaux publics grâce à la reprise de l'investissement des collectivités locales et à l'augmentation des travaux de voirie et terrassement préalables à la construction de bâtiments.

Compte tenu du niveau élevé des permis de construire de logements et de bâtiments non résidentiels d'une part et d'autre part des marchés conclus en travaux publics, l'activité dans la construction devrait être encore très dynamique sur la première partie de l'an 2000. Néanmoins, il faut s'attendre à un reflux des mises en chantier de logements.

Enfin, l'activité est restée bien orientée dans les services, notamment les services aux ménages et aux entreprises, à l'exclusion de l'intérim. En effet, les industries ont limité le recours à l'intérim avec la modération de la demande. Cette dernière évolution ne devrait pas se prolonger avec le redressement de l'activité dans l'industrie.

### La demande extérieure contribue largement à la croissance

La demande extérieure a pesé sur la croissance de l'été 1998 jusqu'au printemps 1999. L'analyse des exportations de marchandises par zone montre que le ralentissement des exportations a été très marqué vers les pays hors OCDE en 1998. En revanche, au premier trimestre 1999, la dégradation du commerce extérieur s'explique davantage par la baisse des exportations vers les pays de la zone Euro. Au deuxième trimestre, les exportations ont nettement rebondi (+7,5 %) en raison d'une améliora-

tion de la conjoncture chez nos partenaires européens (qui contribue pour 6,3 % à la croissance des exportations) et une reprise des exportations vers les pays asiatiques. Cette évolution devrait se poursuivre. Nous estimons le taux d'accroissement du volume de la demande mondiale adressée à la France (importations de nos partenaires pondérées par leur poids dans nos exportations) à 4,4 % en 1999. Les exportateurs bénéficient de la dépréciation de l'euro, ce qui devrait leur permettre de regagner des parts de marché.

Le solde de nos échanges se dégrade néanmoins en 1999 compte tenu d'une part du dynamisme des importations lié la bonne tenue de la demande intérieure et, d'autre part de la dégradation des termes de l'échange due à la hausse du prix du pétrole.

La demande mondiale adressée à la France devrait s'accélérer en 2000 à 6,2 % en raison d'une amélioration de la conjoncture dans les zones émergentes qui stimulerait la croissance dans l'ensemble des pays européens. Le ralentissement de l'économie américaine ne devrait pas peser de façon trop marquée sur la demande extérieure. Les exportations françaises progresseront

Les débouchés à l'exportation augmenteront de plus de 6 % en 2000

Demande mondiale adressée à la France			
En %	1998	1999	2000
<b>Total</b>	<b>6,3</b>	<b>4,4</b>	<b>6,2</b>
OCDE	6,2	4,1	4,8
Union européenne	5,3	3,1	3,9
Amérique du Nord	0,7	0,8	0,5
Hors OCDE	0,1	0,3	1,4
Asie Pacifique	-0,5	0,6	0,6
Europe de l'Est	0	-0,1	0,2
Amérique latine	0,1	-0,4	0,2

raient au même rythme que la demande mondiale. La France ne gagnerait plus de parts de marché en 2000 en raison de la concurrence sur les prix et de l'appréciation de l'euro. Parallèlement les importations se redresseraient mais au total la demande extérieure contribuerait positivement à la croissance en 2000.

### La reprise de l'investissement se confirme

La reprise de l'investissement a été marquée depuis la mi-1997 et ne s'est que peu infléchie malgré le ralentissement très net de l'activité dans l'industrie (l'investissement industriel représente 30 % de l'investissement productif). Les indicateurs de tensions dans l'industrie, goulots de production et taux d'utilisation des capacités se sont maintenus à un niveau élevé depuis un an. Nous retenons pour 1999, une progression de l'investissement de 6,4 %. En 2000, l'investissement resterait soutenu, proche de 5 % l'an. Il ralentirait néanmoins par rapport à 1999 du fait de conditions de financement moins favorables et d'une légère dégradation du taux de marge des entreprises. Le taux d'investissement des entreprises en valeur (investissement productif

rapporté à la valeur ajoutée) se redresse lentement mais reste sensiblement inférieur à son niveau de 1990.

L'année 1999 est également caractérisée par une reprise de l'investissement en construction alors que celui-ci a diminué de façon continue depuis 1990. Au regard de la forte hausse des permis de construire de bureaux et de bâtiments industriels notamment, l'investissement en construction resterait dynamique en 2000. Cependant cette reprise suggère également une modification des comportements au cours du cycle d'investissement. Progressivement, il s'agit moins d'investissements de productivité mais d'un investissement avec accroissement des capacités de production.

### Une accélération de l'emploi résultant de l'amélioration de l'activité

L'amélioration de la situation du marché du travail s'est poursuivie au premier semestre 1999 malgré le ralentissement industriel. L'industrie manufacturière a perdu 11 100 emplois entre la fin juin 1998 et la fin juin 1999. En revanche, l'emploi dans les services a progressé de 2,9 % (soit 248 000 emplois), malgré une réduction des emplois intérimaires au premier semestre. De plus, le secteur de la construction a non seulement accru son recours aux intérimaires mais a aussi créé directement 5 800 emplois depuis un an.

Avec le redressement de l'activité dans l'industrie, les créations d'emplois réaccélèreraient dès le quatrième trimestre. Ainsi dans le

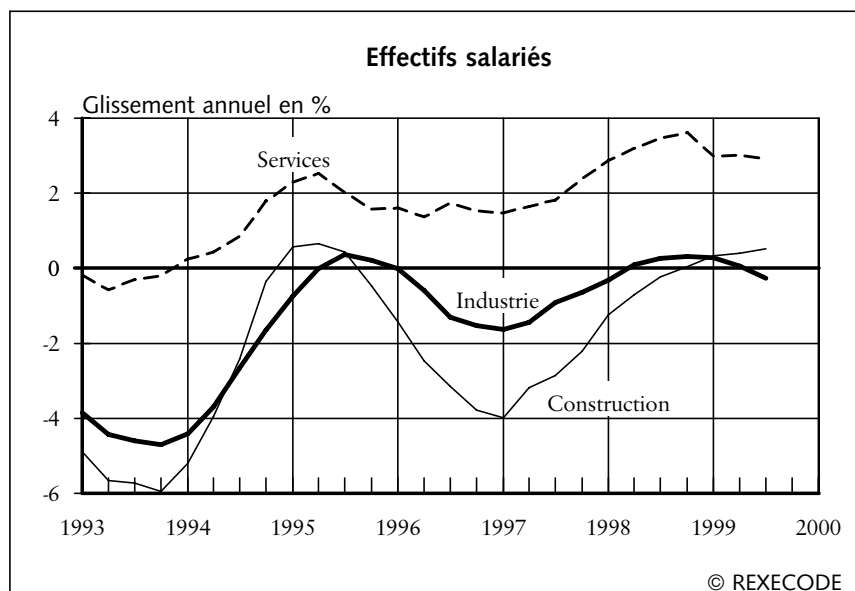
Le rebond des exportations au deuxième semestre 1999 n'efface pas le recul du premier semestre

Analyse des exportations françaises (marchandises en valeur)					
	Poids	1997	1998	1999 1 <sup>e</sup> trim.	1999 2 <sup>e</sup> trim.
en %, taux annuel					
<b>Exportations totales</b>	<b>100</b>	<b>15,1</b>	<b>6,3</b>	<b>-13</b>	<b>7,5</b>
<b>Contributions à la croissance</b>					
Union européenne	62,8	7,9	4,5	-4,3	2,9
<i>dont Zone Euro</i>	49,9	5,3	3,7	-8,6	6,3
OCDE hors UE	17,1	3,2	1,6	-1,0	8,7
<i>dont Etats-Unis</i>	6,7	1,5	1,3	-0,2	0,9
Monde hors OCDE	20,1	4,2	0,3	-7,7	-3,9

secteur marchand, elles s'établiraient à 250 000 en moyenne en 1999.

En 2000, l'emploi dans le secteur marchand serait plus dynamique par suite de l'amélioration de la conjoncture, et progresserait de 271 000 en moyenne annuelle. Dans nos perspectives, nous avons considéré que la baisse de la durée du travail dans le secteur marchand s'accroîtrait en 2000 avec le développement d'accords sur la durée du travail. La diminution moyenne pour l'ensemble de l'économie serait de 1,1 % (après 0,4 % en 1999). Cette baisse de la durée du travail serait partiellement compensée par des gains de productivité (la productivité horaire progressant de 2 %), de sorte que l'activité (nombre d'heures travaillées) augmenterait de 1 %. Malgré la hausse du taux de salaire horaire, la situation des entreprises ne serait pas trop dégradée du fait de la croissance modérée du salaire mensuel de base et des réductions des charges sur les bas salaires, et du fait que les mesures transitoires retenues dans la deuxième loi reporteraient sur 2000 une part des surcoûts. Nous ne prenons pas en compte, faute d'outils économiques le permettant, l'effet de rationnement créé par le contingent d'heures supplémentaires mais on peut craindre que cet effet ne vienne limiter les capacités d'offre, notamment dans les secteurs où la demande est forte.

L'emploi serait par ailleurs stimulé par les politiques actives d'emploi. Aussi les emplois aidés progresseraient-ils de 65 000 en 1999 et 75 000 en 2000 en raison des créations d'« emplois jeunes » et de la montée en puissance des contrats emplois consolidés, qui



compenseraient la réduction des contrats emplois-ville et des contrats emplois-solidarité.

Léger « trou d'air » des créations d'emplois

Au total, hors militaires du contingent, l'emploi total progresserait de 1,4 % en 1999 et de 1,5 % en 2000, ce qui se traduirait par une baisse du taux de chômage de plus d'un point en deux ans. Néanmoins, les difficultés de recrutement auxquelles sont confrontées les entreprises pourraient constituer un frein non négligeable à l'amélioration de l'emploi, au moins dans certains secteurs.

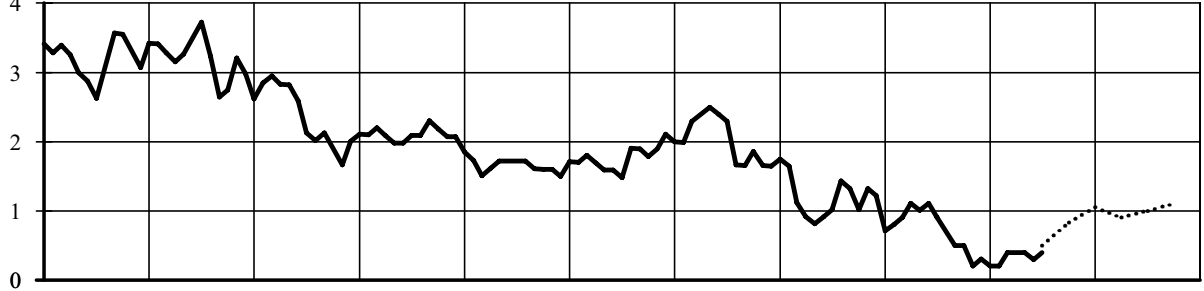
La tendance à l'amélioration du marché du travail se poursuit

L'emploi et le marché du travail (moyenne annuelle en millions)				
	1997	1998	1999	2000
<b>Emploi total*</b>	<b>22,8</b>	<b>23,1</b>	<b>23,4</b>	<b>23,7</b>
Secteurs marchands	16,5	16,8	17,1	17,3
dont emploi salarié	14,0	14,3	14,5	14,8
Secteurs non marchands	6,3	6,3	6,3	6,4
dont emploi aidé	0,42	0,44	0,51	0,58
Nombre de chômeurs au sens du BIT	3,2	3,1	2,9	2,8
Population active	25,7	25,9	26	26,2
Taux de chômage au sens du BIT (en %)	11,5	11,8	11,3	10,7
* y compris les militaires du contingent				

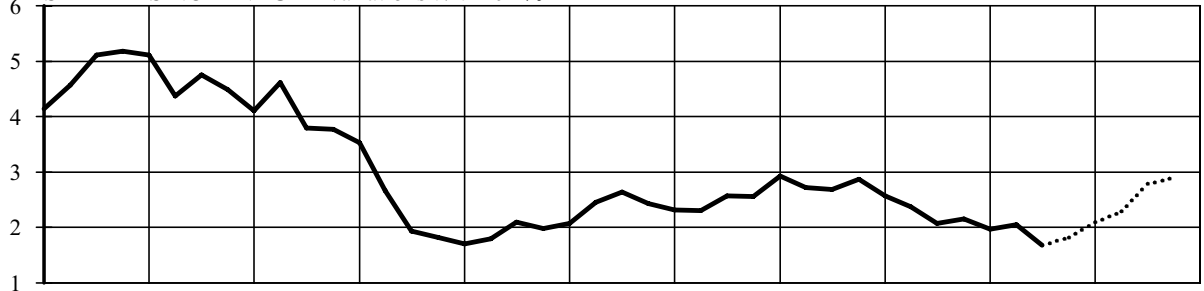


## PRIX - SALAIRES - EMPLOI

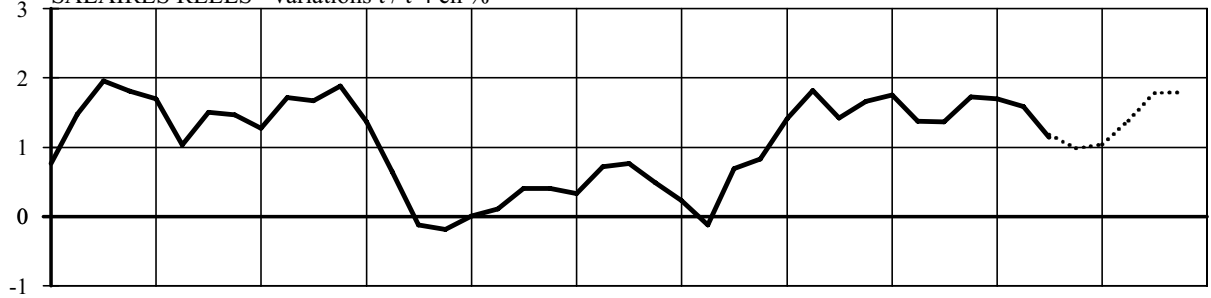
PRIX A LA CONSOMMATION - variations t / t-12 en %



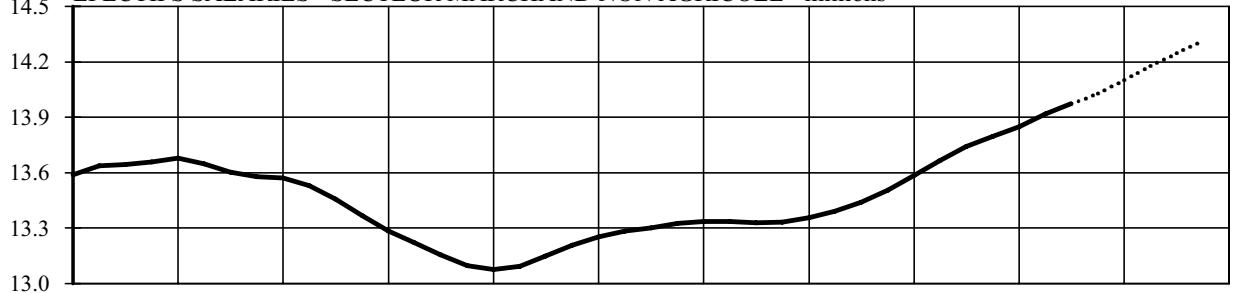
SALAIRES NOMINAUX - variations t / t-4 en %



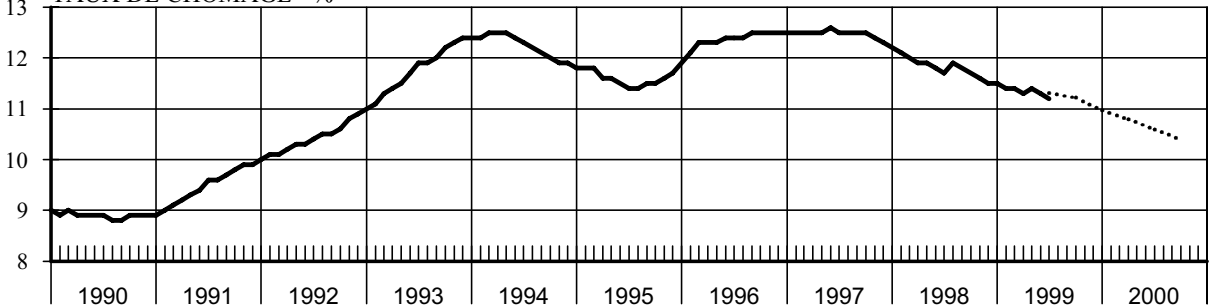
SALAIRES REELS - variations t / t-4 en %



EFFECTIFS SALAIRES - SECTEUR MARCHAND NON AGRICOLE - millions



TAUX DE CHOMAGE - %



© REXECODE

## La consommation est soutenue par une réduction du taux d'épargne financière des ménages

La consommation des ménages, qui a progressé de 3,6 % l'an en 1998, a ralenti au premier semestre (+1,9 % l'an). Compte tenu de l'accélération de la consommation de produits manufacturés observée au cours de l'été (+10,7 % sur les trois derniers mois connus jusqu'en août en moyenne mobile sur trois mois), la consommation retrouverait un rythme de croissance supérieur à sa tendance de long terme dès le second semestre 1999.

Cette modération de la consommation des ménages s'explique par un ralentissement des gains de pouvoir d'achat. (2,3 % en 2000 après 2,6 % en 1999 et 3,1 % en 1998). En 1999, le ralentissement de l'activité dans l'industrie a pesé sur l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels tandis que l'accélération des revenus en 1998 s'est traduit par une hausse des impôts directs. En 2000, selon notre scénario, le passage aux 35 heures se traduit par une certaine modération salariale, de sorte que le salaire mensuel de base ne progresserait que de 1,6 % l'an en terme nominal et de 0,6 % en terme réel.

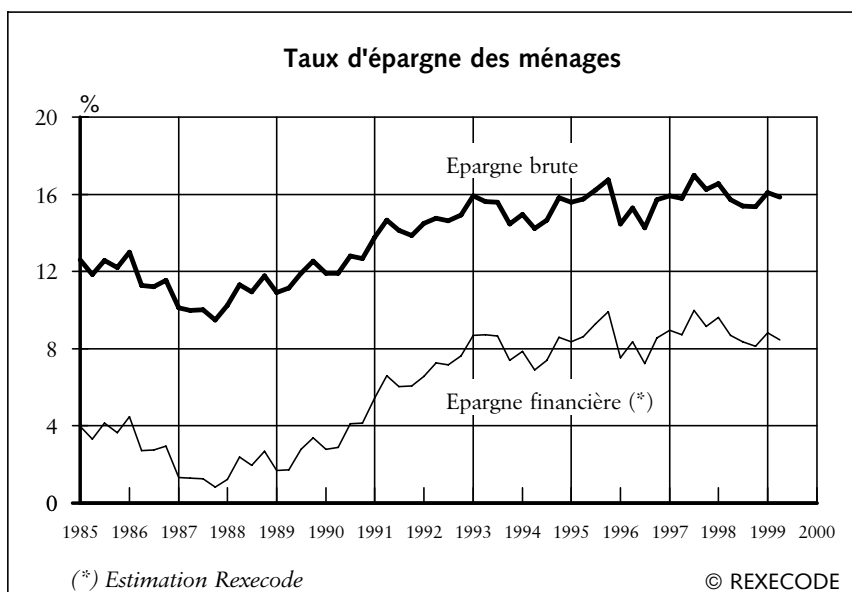
L'amélioration de la situation sur le marché du travail soutient la confiance des ménages qui a dépassé ses points hauts historiques au mois de septembre. Aussi les ménages réduiraient-ils leur épargne de précaution, ce qui stimulerait la consommation. Soulignons que sur la période récente, les ménages ont augmenté leur taux d'endettement, profitant de conditions de financement plus

favorables. La reprise des investissements en logement a été accompagnée d'une plus forte demande de crédit. L'encours des crédits bancaires de trésorerie représentait 6,4 % du revenu disponible des ménages au 1er semestre 1999 contre 5,9 % en 1998.

Une baisse du taux d'épargne plus forte que celle inscrite dans notre compte est certes envisageable d'autant que le taux d'épargne des ménages français n'a pas baissé sur la période récente contrairement à ce que l'on a pu observer chez nos voisins européens. Néanmoins, l'incertitude sur les retraites nous a conduits à conserver une hypothèse prudente.

Le taux d'épargne financière a en revanche diminué depuis 1998, avec l'augmentation de l'effort d'investissement des ménages. La reprise des achats de logements a été favorisée par les conditions de financement favorables (les taux d'intérêt des crédits à l'habitat ont diminué de 1,5 point depuis le début 1998) et plusieurs mesures fiscales (mesures « Périssol »,

Le taux d'épargne financière des ménages reste élevé



baisse des droits de mutations dans l'ancien, crédits d'impôts sur les travaux d'entretien). Au regard de l'évolution des permis de construire, notamment de maisons individuelles, l'investissement des ménages devrait rester dynamique en 1999. Malgré la baisse du taux de TVA sur les travaux d'entretien, il ralentirait néanmoins en 2000 avec la disparition du dispositif Périssol mais la croissance prévue (+4,2 %) resterait supérieure à la tendance de long terme.

### Dégradation du taux de marge des entreprises

La reprise de l'investissement des entreprises s'est traduite par une baisse très marquée du taux d'autofinancement depuis 1997. Parallèlement, le taux d'investissement s'est accru et représenterait désormais plus de 20 % de la valeur ajoutée.

Le taux de marge qui était de 32,7 % au deuxième trimestre 1998 s'est réduit depuis un an pour s'établir à 31,5 % au deuxième trimestre 1999. La forte concurrence accen-

tuée en période de ralentissement pèse sans doute sur les marges des entreprises. Par ailleurs, l'impôt sur les sociétés s'est fortement accru en 1999, ce qui s'explique en grande partie par le redressement de l'activité de 1998. Aussi, malgré la baisse des frais financiers, la situation de trésorerie des entreprises s'est-elle dégradée.

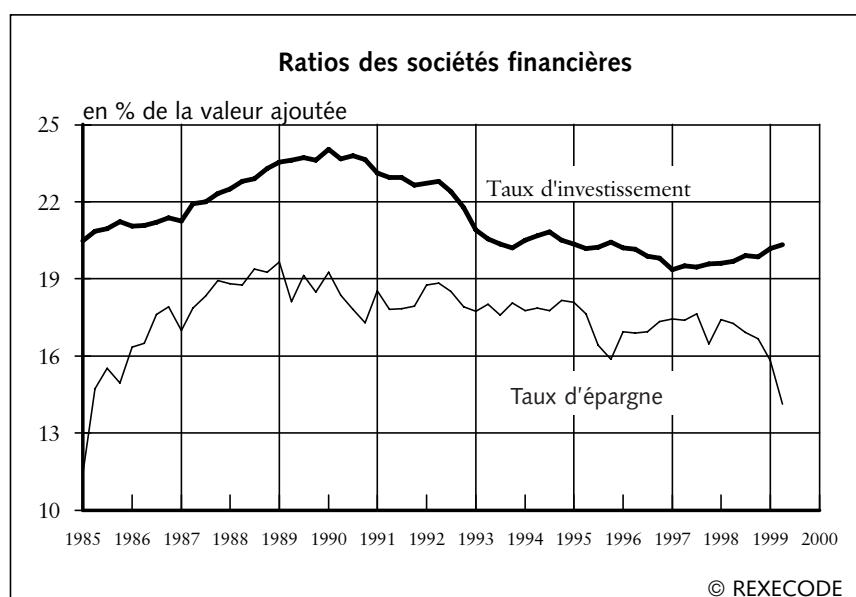
En 2000, le taux de marge des entreprises se stabiliserait à un niveau inférieur à 32 %, comme en 1999 malgré le surcoût des 35 heures. Dans notre scénario, l'accélération de la productivité et la modération salariale compenseraient en partie la baisse du temps de travail et l'accélération du taux de salaire horaire, de sorte que le coût salarial unitaire progresserait en 2000 à un rythme comparable à celui du déflateur du PIB.

### L'assainissement des finances publiques se poursuit

L'assainissement des finances publiques se poursuit en conformité avec le programme pluriannuel de finances publiques. Le poids des dépenses des administrations publiques est resté stable tandis que les recettes ont progressé. Aussi le déficit public ne devrait-il pas excéder 2,2 % déflateur du PIB en 1999.

Cette amélioration du compte des administrations publiques s'explique aux deux tiers par le redressement du compte de l'Etat. Sur les huit premiers mois de l'année, la progression des dépenses est certes plus forte que celle inscrite dans la loi de finances initiale (+3,3 % au lieu de 0,9 %). Cependant, le dynamisme de l'activité s'est traduit par

Redressement des taux d'investissement des sociétés, baisse rapide de leur taux d'épargne



une accélération des rentrées de TVA depuis le printemps. De plus, la croissance exceptionnelle des revenus et des profits en 1998 s'est traduite par une progression très marquée des rentrées au titre de l'impôt sur les bénéfices et de l'impôt sur le revenu (qui ont progressé respectivement de 33 % et 5,7 % sur les huit premiers mois de l'année par rapport à 1998).

Malgré la dérive constatée des dépenses sur les huit premiers mois de l'année, les comptes sociaux devraient être proches de l'équilibre en 1999, en raison du dynamisme des recettes qui ont été stimulées par la nette amélioration du marché de l'emploi (ce qui s'est traduit par une hausse de la masse salariale et par conséquent des rentrées supplémentaires de cotisations).

L'accélération des dépenses (qui progresseraient de 2,7 % en 1999 au lieu de 1,3 % prévu dans le programme pluriannuel des finances publiques), s'explique par la dérive des dépenses de santé et par la revalorisation des pensions (calibrée sur une prévision d'inflation de 1,2 %, qui s'est avérée surestimée). Par ailleurs, malgré l'amélioration du marché du travail, les allocations chômage se maintiennent à un niveau élevé en raison de l'augmentation du montant d'indemnisation et de la montée en charge de l'allocation de remplacement pour l'emploi (ARPE).

Pour l'année 2000, il convient de prendre en compte les décisions prises dans le cadre du projet de loi des finances pour 1999 d'une part et celles annoncées dans le cadre de la réunion de la commission des comptes de la sécurité sociale d'autre part.

## Le projet de loi des finances de 2000

Compte tenu des rentrées fiscales de 1999, l'Etat dispose de plus-values qui seront affectées pour un tiers à la réduction du déficit public et pour deux tiers à la baisse des impôts, les dépenses continuant de progresser au même rythme que les prix.

Les crédits inscrits au profit de la loi de finances ont été calculés sur la base d'une stabilité en volume et d'une hausse de l'ordre de 1 % en valeur, soit 15 milliards. La réduction du déficit et l'inertie du taux apparent de la dette (qui continue d'enregistrer la longue période de baisse des taux d'intérêt) permettent d'anticiper une baisse des charges de la dette de 2,5 milliards de francs pour la première fois depuis 1970 et un allègement des charges de bonifications servies par l'Etat (prêts à l'agriculture, aux PME et au commerce extérieur) estimé à 1,5 milliards de francs. Aussi les dépenses hors charges d'intérêt augmenteraient-elles de 19 milliards de francs.

Dans le projet de loi des finances pour 2000, d'autres postes font l'objet de réductions de crédits : les frais de structure seraient réduits de 7 milliards, notamment en

Réduction  
du déficit public

Capacité/besoin de financement des administrations publiques				
en % du PIB	1997	1998	1999 <sup>P</sup>	2000 <sup>P</sup>
<b>Administrations publiques</b>	<b>-3</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,8</b>
Etat	-3,5	-3	-2,7	-2,4
Adm. de Sécurité sociale	-0,5	-0,1	0,1	0,3
Autres organismes divers				
d'administration centrale	0,7	0,1	0,1	0,1
Adm. publiques locales	0,3	0,3	0,3	0,2

Source : projet de loi de finances 2000.

raison de la professionnalisation des armées ; les interventions sociales (notamment les subventions de l'Etat aux régimes sociaux) s'allègent de 4 milliards grâce à l'amélioration de la conjoncture ; le coût des interventions économiques et des transferts aux entreprises (politique d'accompagnement des restructurations) serait réduit de 19 milliards également en raison de l'accélération de la croissance.

Ces économies permettent le redéploiement des dépenses vers des budgets considérées comme prioritaires (l'emploi, l'éducation, la justice, l'environnement). le budget de l'emploi progresse ainsi de 4,3 % et atteint 253,6 milliards de francs. Les principales mesures concernent les aides dans le cadre de la diminution du temps de travail à hauteur de 7 milliards, la créations de 100 000 « emplois-jeune » supplémentaires en 2000, et la dotation de 7 milliards au fonds de financement de la protection complémentaire de la couverture maladie universelle.

Concernant la réforme de la fiscalité, les ménages bénéficieront d'une baisse des prélèvements de 29,6 milliards de francs, soit 0,5 % du revenu disponible. Les principales mesures d'allègement de la

fiscalité sont la réduction du taux de TVA de 20,6 % à 5,5 % portant sur les travaux d'amélioration, de transformation, d'aménagement et d'entretien des logements (19,7 milliards FF) ainsi que sur les services à domicile fournis par les entreprises (0,1 milliard FF), la poursuite de l'abaissement des droits de mutation sur les locaux d'habitation (3,2 milliards FF) et enfin la suppression de la contribution du droit de bail (-4,6 milliards FF).

Les entreprises bénéficient également d'allègements de la fiscalité. Les principales mesures d'allègement des charges sont la suppression de la surtaxe temporaire de l'impôt sur les sociétés, la montée en puissance de la réforme de la taxe professionnelle et les aides accordées dans le cadre de la RTT. Néanmoins, ces allègements ne font que compenser l'alourdissement de la fiscalité observé depuis 1997, alors que s'ajoutent de nouveaux prélèvements (création de la cotisation sociale sur les bénéficiaires et augmentation de l'écotaxe).

### Le projet de loi des finances de la Sécurité sociale

L'évolution des recettes est stimulée par le dynamisme de la masse salariale du secteur privé (+4 % selon le Projet de Loi des Finances de la Sécurité Sociale pour l'année 2000), le retour favorable sous forme de cotisants supplémentaires des plans gouvernementaux pour l'emploi (emplois jeunes, RTT) et de la progression des revenus du capital sur laquelle est assise la CSG, en revanche, les allègements (ristourne sur les bas salaires et réduction de charge dans le cadre du passage aux 35 heures) pèsent sur les comptes des régimes sociaux.

Le compte du régime général retrouverait l'équilibre en 2000

Compte du régime général de la Sécurité sociale			
en mrd\$ Francs français	1998	1999 <sup>p</sup>	2000 <sup>p</sup>
Recettes	1 261	1 323	1 362
cotisations	858	878	913
impôts et taxes	253	283	302
autres recettes	150	162	147
Dépenses	1 278	1 327	1 357
<b>Solde</b>	<b>-17</b>	<b>-4</b>	<b>5</b>

Source : projet de loi de finances de la Sécurité sociale 2000.

En conséquence, le mode de financement de la Sécurité sociale a été modifié dans le projet de loi de finances de sorte que l'ensemble des mesures d'allègements sera désormais financé par le « Fonds de financement de la réforme des cotisations patronales de sécurité sociale ». Le dispositif antérieur de ristourne sur les bas salaires sera financé directement par le transfert de la majeure partie des droits du tabac. L'extension de ce dispositif décidée en accompagnement de la réduction de la durée légale du travail sera financée par de nouveaux transferts pour les régimes sociaux (taxe générale sur les activités polluantes, contribution sur les bénéfices des sociétés).

La prévision d'un ralentissement des recettes du régime général en 2000 (+3,3 % contre +4,4 % en 1999) s'explique par l'hypothèse conventionnelle d'absence de subventions de l'Etat au titre de la majoration d'ARS (Allocation de Rentrée Scolaire) et par la disparition de facteurs exceptionnels qui ont gonflé les recettes en 1999.

Parallèlement, les dépenses devraient connaître une évolution modérée, inférieure au rythme des cotisations, sous l'hypothèse d'une poursuite du ralentissement des prestations maladies et de moindres revalorisations des pensions et prestations familiales. Avec un objectif d'évolution des dépenses maladies fixé à 1,6 %, le régime général devrait retrouver l'équilibre pour la première fois depuis 1985. La mise en place de la Couverture Maladie Universelle (en remplace-

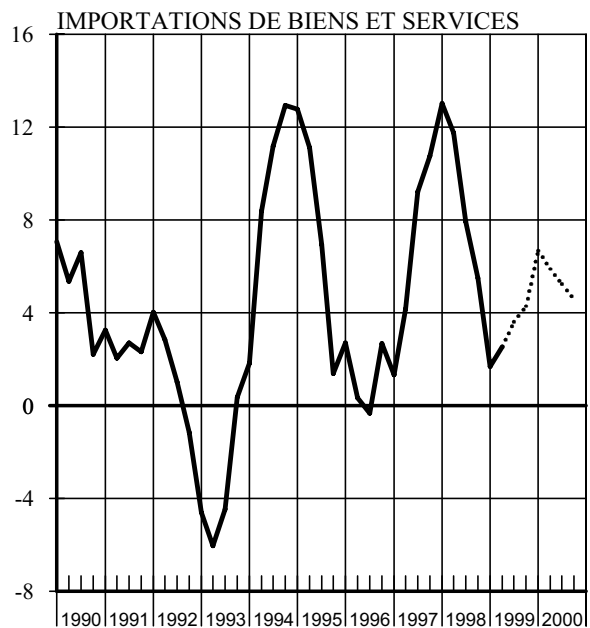
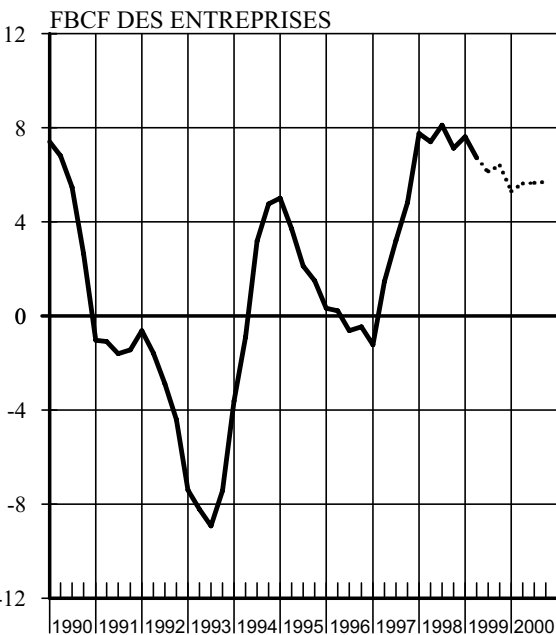
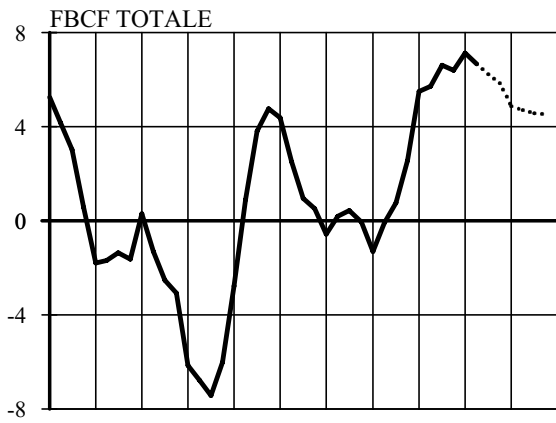
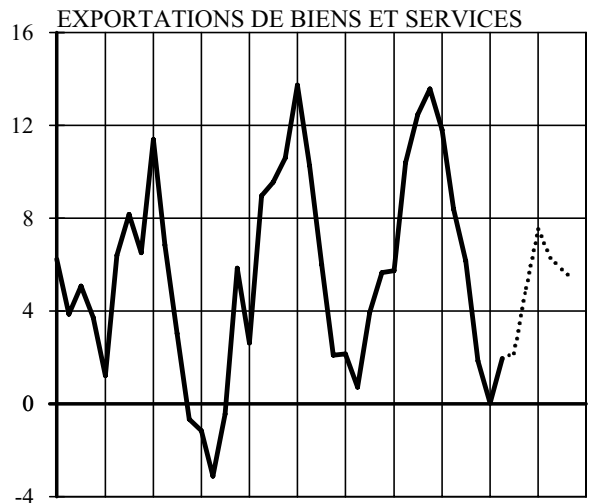
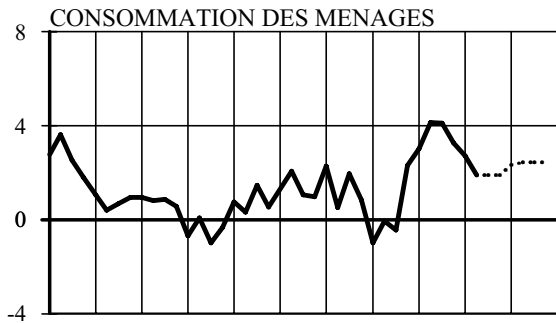
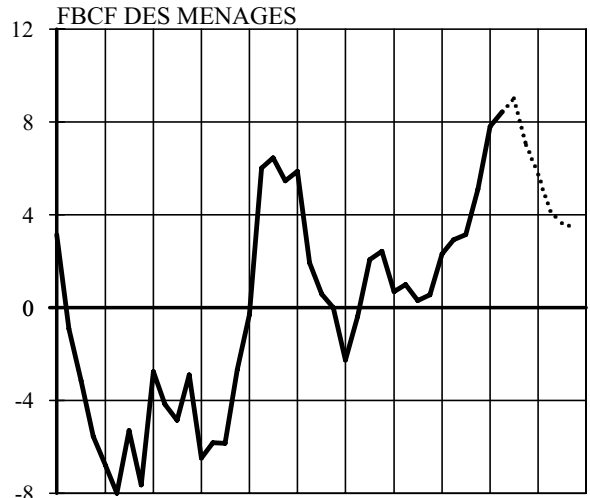
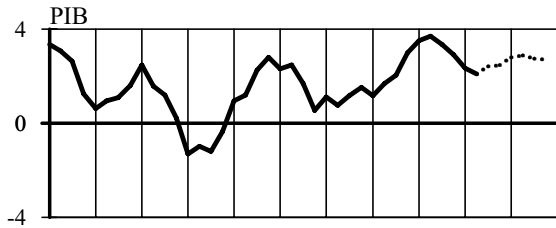
ment de l'assurance personnelle et procurant un droit à protection supplémentaire pour des personnes à revenu modeste) ne devrait pas, selon les objectifs affichés, peser sur les comptes des régimes sociaux.

La reprise de la croissance au second semestre 1999 devrait conduire à une sensible amélioration du compte de l'Etat. Les rentrées fiscales au titre de l'impôt sur le revenu et l'impôt sur les sociétés se modèreraient en 2000 après une très forte croissance en 1999. En revanche, les rentrées fiscales liées à l'activité du moment, notamment la TVA, devraient être mieux orientées.

Le redressement des comptes sociaux semble plus aléatoire. Les hypothèses de masse salariale retenues par le gouvernement peuvent s'avérer surestimées. Compte tenu de l'élasticité des recettes sociales à la progression de la masse salariale (1 % de croissance de la masse salariale engendre 9 milliards de recettes supplémentaires), le retour à l'équilibre du régime général serait dès lors plus difficile. Par ailleurs, le coût des allègements de cotisations sociales au titre des 35 heures n'est pas financé à l'heure actuelle. Enfin, la mise en place de mesures de contrôle des dépenses maladie reste d'une application difficile. Au total, les perspectives de finances publiques ne laissent espérer qu'une légère amélioration du besoin de financement des administrations. Celle-ci serait remise en cause dans le cas où les perspectives d'activité s'avèreraient moins favorables que prévu. ■

# RESSOURCES-EMPLOIS

VOLUME : variations t / t-4 en %



© REXECODE



## Une évaluation sectorielle de l'impact *ex ante* des 35 heures

Le texte définitif de la loi sur la réduction de la durée du travail ne sera connu qu'à la fin du processus législatif et des dispositions peuvent être modifiées d'ici là. Nous proposons ici une analyse de l'impact du passage théorique aux 35 heures pour un certain nombre de secteurs de l'économie française sur la base des hypothèses connues actuellement.

Les calculs que nous présentons sont effectués *ex ante*. On compare la situation actuelle à une situation hypothétique dans laquelle l'ensemble des entreprises auraient réduit la durée effective du travail à 35 heures, bénéficieraient des mesures d'accompagnement conditionnelles, et acquitteraient les nouveaux prélèvements prévus dans le plan d'accompagnement du gouvernement.

En particulier, ces calculs ne s'interrogent pas sur le cheminement et le délai de la diffusion progressive des 35 heures à l'ensemble de l'économie française, chronologie qui sera très dépendante de la deuxième loi sur la réduction du temps de travail et des réactions des acteurs économiques. Tous les montants indiqués dans les calculs qui suivent sont en francs de 1998. Par ailleurs, les simulations ne tiennent compte ni des réactions du système économique à un tel choc (compression des coûts et recherche de gains de productivité), ni des répercussions entre secteurs des hausses de coût. Ces hausses de coût engendraient une hausse des prix dans les secteurs non concurrents. Dans les secteurs exposés,

elles se traduiraient par des pertes de compétitivité. En outre, dans ces secteurs, les marges des entreprises baisseraient et l'investissement pourrait être affecté.

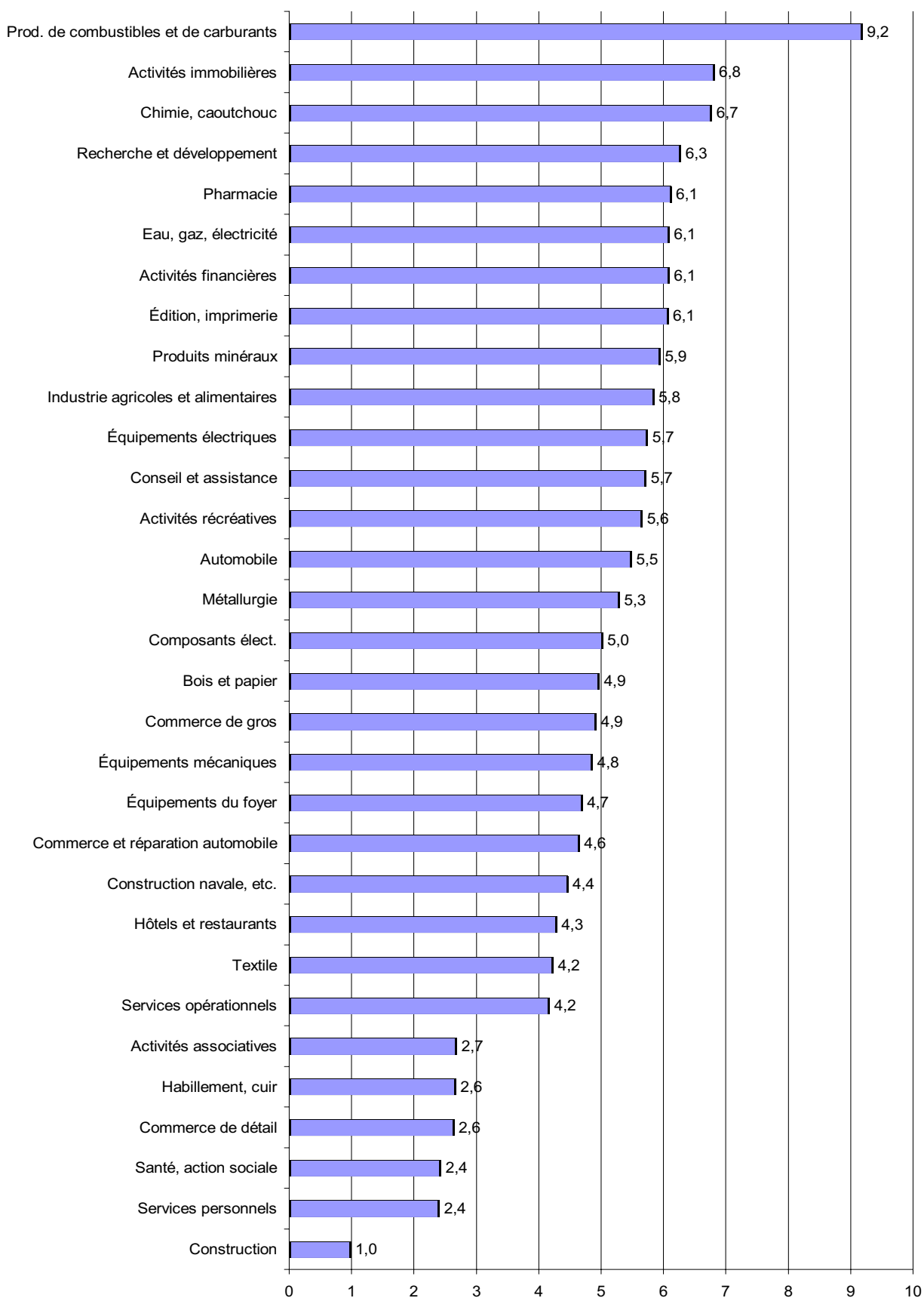
L'équilibre économique de l'entreprise qui passe aux 35 heures est d'abord la résultante de l'ampleur de la réduction du temps de travail engagée et des gains de productivités induits. S'y ajoutent l'augmentation de l'emploi nécessaire au maintien du niveau de la production et le degré de compensation salariale accepté par les salariés. Enfin, interviennent les transferts de l'Etat : aides incitatives associées aux 35 heures, mais aussi nouveaux impôts acquittés pour les financer.

### Le surcoût salarial

La partie la plus délicate de notre évaluation concerne l'estimation du surcoût salarial lié à l'embauche de nouveaux salariés rendue nécessaire par la baisse de la durée du travail. Nous retenons les hypothèses avancées par le ministère du travail dans ses rapports sur le suivi des accords sur la réduction du temps de travail. Celles-ci supposent que la production est inchangée. Pour une baisse de la durée du travail de 10,7 %, l'équilibre de la production est préservé par des gains de productivité équivalentes à un tiers de la réduction du temps de travail (3,4 %) et par une augmentation de l'emploi de l'ordre de deux tiers des effectifs concernés par la réduction (7,5 %). Etant donné que les nouveaux embauchés ont un salaire plus faible que les salariés déjà en place, la masse salariale réelle augmenterait un peu moins (6,8 %).



## Surcoût total *ex ante* des 35 heures en % de la masse salariale (charges comprises) par secteurs



Nous retenons ces éléments comme postulats de départ et nous les appliquons à l'ensemble des salariés (14,8 millions), en tenant compte du fait que certains salariés sont déjà à 35 heures ou travaillent à temps partiel. Nos calculs conduisent à une réduction effective moyenne du temps de travail de 9 % pour l'ensemble de l'économie et à une augmentation concomitante de la masse salariale de 6 %.

Les rapports publiés par le ministère du travail font en outre état d'économies en capital pour 0,5 % et d'une modération salariale à venir. Nous retenons deux hypothèses : l'une où ces facteurs sont pris en compte pour 1,5 % (H1), soit un surcoût salarial de 4,5 %, l'autre où ces facteurs sont négligés (H2). Avec ces hypothèses, l'accroissement de la masse salariale privée (charges incluses) de l'économie française, qui représentait 2950 milliards de francs en 1998, résultant de la généralisation des 35 heures serait de 132 milliards de francs dans l'hypothèse 1 et de 176 milliards de francs dans l'hypothèse 2 (on rappelle qu'il s'agit de coût *ex ante*).

Nous avons aussi appliqué les hypothèses de gains de productivité, d'emploi, d'économie de capital et de modération salariale à chaque secteur en tenant compte du fait que les secteurs de l'économie française ont actuellement des durées moyennes de travail différentes et donc devront procéder à des ajustements différents pour ramener le temps de travail moyen aux 35 heures. On prend ainsi en compte les différences d'effort de réduction à opérer en fonction de la situation de départ.

## **Les effets du plan d'accompagnement**

Pour atténuer le surcoût salarial dû au passage aux 35 heures, le gouvernement a proposé un plan d'accompagnement fiscal et social, qui comprend des allègements de charges (65 milliards de francs) et deux nouveaux prélèvements, l'éco-taxe (12 milliards de francs) et une contribution sociale sur les bénéfices des sociétés réalisant plus de 50 millions de chiffre d'affaires (12,5 milliards de francs). Au total, l'allègement net de charges fiscalosociales s'élève donc à 40 milliards de francs pour l'ensemble de l'économie française. Son financement n'est pas précisé à l'heure actuelle. L'hypothèse implicite retenue par le gouvernement est que ces 40 milliards devraient être financés par des économies de prestations chômage et des recettes supplémentaires de Sécurité sociale.

Pour parvenir à une évaluation sectorielle du plan d'accompagnement des 35 heures, chacune de ses composantes a fait l'objet d'une estimation séparée au niveau sectoriel. Le niveau de désagrégation retenu est la Nomenclature Economique de Synthèse en 36 postes.

### **L'allègement de cotisations sociales**

Le montant actuel de l'allègement dégressif jusqu'à 1,3 SMIC (allègement « Juppé ») est de 43 milliards de francs pour l'ensemble de l'économie. Cette exonération de cotisations patronales est de 14 845 francs au niveau du Smic et décroît linéairement pour s'annuler à 1,3 SMIC.

Le nouvel allègement total envisagé à terme dans le cadre du passage aux 35 heures porte sur un montant de 108 milliards de francs, soit un allègement de charge complémentaire par rapport à l'allègement actuel de 65 milliards de francs. Cet allègement total est de 21 500 francs au niveau du SMIC, dégressif jusqu'à 1,8 SMIC, et égal à 4 000 F, pour des niveaux de salaires supérieurs à 1,8 SMIC.

Les données tirées des enquêtes DADS précisent la distribution des salaires par secteur d'activité. 32 % des salariés du secteur privé perçoivent un revenu inférieur à 1,3 SMIC et 61,4 % gagnent moins de 1,8 SMIC. La comparaison sectorielle de la « ristourne Juppé » au nouvel allègement total, permet de calculer la répartition sectorielle des 65 milliards d'allègement nets de charges. Ainsi, l'industrie bénéficierait à terme d'un allègement de charges supplémentaires de 20 milliards de francs, et les services marchands de 32 milliards.

### **L'impact de la cotisation sociale sur les bénéficiaires**

Le plan d'accompagnement prévoit une augmentation à terme de l'impôt sur les bénéfices de 12,5 milliards de francs portant sur les sociétés réalisant plus de 50 millions de chiffre d'affaires. En 1998, le produit de l'impôt sur les bénéfices des entreprises françaises était de 198 milliards de francs dont, selon nos estimations, 127 milliards acquittés par les services marchands et 66 milliards par l'industrie. Dans nos calculs, les 12,5 milliards de francs supplémentaires ont été répartis entre les secteurs de l'économie française au prorata de l'impôt acquitté en 1998.

### **L'écotaxe**

Le produit de l'écotaxe ou Taxe Générales sur les Activités Polluantes (TGAP) devrait atteindre 12 milliards de francs. Deux types d'impôts sont en outre prévus. Le premier est la taxation des déchets industriels ou agricoles dont les recettes seraient portées à 4 milliards de francs. Compte tenu de l'absence actuelle d'indications sur ses modalités, cet impôt a été affecté à l'industrie et réparti au prorata du chiffre d'affaires de chacun de ses secteurs. Le deuxième impôt concerne la taxation de l'énergie, électricité et combustibles, pour un montant total de huit milliards. L'Etat s'est engagé à ne pas taxer la consommation afférente au transport routier.

Compte tenu des discussions européennes en cours, le calcul s'est fondé sur les taux de taxes prévus par la directive européenne Monti. Cette directive prévoit que les consommations de combustibles fossiles seraient taxées à hauteur de 0,7 euro par Gigajoule, et que l'électricité serait imposée à hauteur de 3 euros par Mwh. Une estimation basée sur ces taux aboutit à un montant de 9,5 milliards de francs. Afin d'obtenir le chiffre annoncé de 8 milliards de francs pour le produit de la taxe, nous avons écarté le montant de l'écotaxe afin qu'il ne dépasse pas 1,1 % de la valeur ajoutée. Au total, sur les 12 milliards de francs prévus, les secteurs industriels acquitteraient une part d'environ 10 milliards de francs.

### **Le surcoût par secteurs**

Ces hypothèses et ces calculs permettent maintenant de comparer la situation actuelle à la

situation théorique évoquée plus haut, afin de donner une mesure de l'impact *ex ante* des 35 heures sur l'économie française. En rapportant l'allègement net prévu par le plan d'ac-compagnement social et fiscal du passage aux 35 heures au surcoût salarial, on aboutit à un surcoût total *ex ante* de 92 milliards de francs dans l'hypothèse 1, et de 136 milliards de francs dans l'hypothèse 2, qui correspondent respectivement à 3,1 % et 4,6 % du coût total du travail de l'économie française.

Ces estimations montrent aussi que l'allègement net dû aux mesures d'accompagnement ne représente qu'une faible part (de l'ordre de 20 à 30 %) du surcoût salarial potentiel des 35 heures et elles donnent également un aperçu de l'impact sectoriel des mesures examinées. Les secteurs les plus touchés sont les secteurs de l'industrie (combustibles, chimie, caout-

chouc, pharmacie, édition, agro-alimentaire) mais aussi certains services.

### Effet *ex ante* et effet *ex post*

Ces calculs illustrent la difficulté arithmétique de concilier les hypothèses envisagées, notamment les hypothèses d'emploi, de maintien des rémunérations et de compétitivité préservée. D'autres hypothèses moins coûteuses pourraient être envisagées. Par exemple, dans le cas où les gains de productivité seraient plus élevés, le surcoût serait allégé mais les créations d'emploi seraient aussi beaucoup plus limitées.

Les calculs précédents montrent l'ampleur du surcoût potentiel *ex ante*. Ils ne conduisent pas à une prévision de l'impact des mesures pour 2000 et cela pour plusieurs raisons.

**Le surcoût *ex ante* des 35 heures est plus élevé dans l'industrie. Les réactions du système économique sont difficiles à prévoir**

### L'impact théorique *ex ante* des 35 heures

	Allègements de charges sociales (-)	Supplément d'impôt/ bénéfices (+)	Ecotaxe (+)	Surcoût salarial (+) Hypothèses		Surcoût total			
				1	2	en milliards F		en % de la masse salariale*	
						1	2	1	2
<b>Ensemble de l'économie</b>	<b>65,0</b>	<b>12,5</b>	<b>12,1</b>	<b>132,4</b>	<b>176,5</b>	<b>92,0</b>	<b>136,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>
<b>Industrie</b>	<b>20,4</b>	<b>4,1</b>	<b>9,9</b>	<b>43,1</b>	<b>57,4</b>	<b>36,7</b>	<b>51,1</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>
dont : habillement, cuir	0,8	0,1	0,1	1,0	1,3	0,3	0,7	1,3	2,6
ind. agricoles et alim.	2,7	0,5	1,7	5,1	6,8	4,7	6,4	4,3	5,8
automobile	1,4	0,1	0,5	3,3	4,4	2,5	3,6	3,8	5,5
équip. électr. et électron.	1,2	0,1	0,3	3,5	4,7	2,8	3,9	4,0	5,7
textile	0,7	0,1	0,2	1,1	1,4	0,7	1,0	2,8	4,2
bois et papier	1,0	0,1	0,6	1,6	2,2	1,4	1,9	3,5	4,9
chimie, caoutchouc	1,7	0,6	1,9	3,6	4,8	4,3	5,5	5,3	6,7
métallurgie	2,3	0,3	1,5	4,4	5,8	3,8	5,3	3,8	5,3
<b>Construction</b>	<b>6,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>5,8</b>	<b>7,7</b>	<b>0,0</b>	<b>2,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>
<b>Services marchands</b>	<b>32,2</b>	<b>8,0</b>	<b>1,7</b>	<b>75,9</b>	<b>101,2</b>	<b>53,4</b>	<b>78,7</b>	<b>3,4</b>	<b>5,1</b>
dont : transports**	4,3	0,5	0,2	11,3	15,1	7,7	11,4	4,1	6,1
commerce de détail	5,9	0,6	0,2	7,6	10,2	2,5	5,1	1,3	2,6
services personnels	0,6	0,2	0,0	0,7	0,9	0,3	0,5	1,3	2,4

\* charges incluses - \*\* Ces calculs n'intègrent pas le régime particulier des transports.

1) Le passage aux 35 heures effectives n'est pas une obligation. Certaines entreprises préféreront payer des heures supplémentaires au moins pendant un certain temps. Elles supporteront aussi dans ce cas un surcoût mais dont le mode de calcul est différent. D'autre part le tarif des heures supplémentaires n'augmentera que progressivement.

2) D'autre part, nous n'avons pas pris en compte l'effet restrictif du contingent de 130 heures supplémentaires. Appliqué à partir d'une durée plus basse, ce contingent crée un « effet de rationnement » qui conduira dans certains cas à des limitations de la production. Les calculs statistiques du ministère du travail ayant écarté d'emblée cette hypothèse, il est impossible d'en mesurer les enjeux. Ceux-ci seront d'autant plus importants que la conjoncture serait forte et que des difficultés de recrutement existent déjà.

3) Les calculs précédents ne prennent pas en compte la réaction du système économique au choc de coût dû aux 35 heures. Dans la réalité, l'impact sera plus étalé que dans les calculs *ex ante* précédents. Mais le fait même du choc de coût<sup>1</sup> ne pourrait disparaître que si toute la baisse de la durée était compensée par des gains de productivité et/ou une baisse nominale des salaires, ce qui est peu vraisemblable. Quant aux conséquences d'un choc de coût, elles sont connues et identifiées<sup>1</sup> et peuvent être résumées, toutes choses égales par ailleurs, par une perte de croissance, des restructurations, des

délocalisations éventuelles et une compression des effectifs. Ce risque pèse sur l'économie française dès 2000 mais surtout à partir de 2001.

Trop d'incertitudes demeurent pour qu'on puisse prévoir précisément le surcoût des 35 heures qui sera effectivement constaté. Il n'est pas possible d'isoler l'effet sur l'emploi, l'effet prépondérant étant dû à la croissance. La durée effective moyenne du travail se réduirait en 2000 (-1,1 %), ce qui correspond à l'hypothèse qu'environ 4,5 millions de salariés seraient concernés par un horaire de 35 heures à la fin 2000, soit 800 000 à un million de plus qu'au début de l'année 2000.

L'équilibre de la situation des entreprises ne serait pas trop dégradé en 2000 grâce à une forte hausse de la productivité (1,8 %) et à une certaine modération salariale, le salaire mensuel de base ralentissant à 1,6 % l'an alors que l'inflation accélérerait à 1 %. Au total, le choc de coût serait relativement amorti la première année grâce notamment à la période transitoire, mais le taux de marge resterait inférieur à ses niveaux de 1997-1998 malgré le renforcement de la croissance. Des risques plus importants pèseraient sur les années ultérieures, les incertitudes majeures des perspectives concernant notamment les effets de la contrainte restrictive imposée par le contingent d'heures supplémentaires, les comportements des entreprises à l'égard de ces heures supplémentaires et les modalités de financement public des allègements envisagés ■

## Sommaire des numéros antérieurs

*(les numéros 1 à 35 ont été publiés sous le timbre Revue de l'Ipecode)*

---

- N°1 (mars 1983) - Le modèle ICARE  
N°2 (juillet 1983) - Perspectives pour l'économie française 1983  
N°3 (novembre 1983) - Perspectives pour l'économie française 1983-1984  
N°4 (février 1984) (1) - Le partage de la valeur ajoutée dans l'économie française 1970-1982  
N°5 (juin 1984) - Perspectives pour l'économie française 1984-1985  
N°6 (novembre 1984) (1) - Rentabilité et endettement des entreprises françaises
- N°7 (février 1985) - L'encadrement du crédit : abolition ou consolidation ?  
N°8 (juin 1985) - Perspectives pour l'économie française 1985-1986  
N°9 (octobre 1985) - Performances des entreprises françaises 1970-1984  
N°10 (décembre 1985) (1) - L'économie française en 1985 et 1986
- N°11 (mars 1986) (1) - Le coût des licenciements et son incidence sur l'emploi  
- La dette publique française  
N°12 (juin 1986) (1) - Perspectives pour l'économie française 1986-1987  
- Du bon usage du contre-choc pétrolier  
N° Hors Série (oct. 86) (1) - L'agriculture française en 1986  
N°13 (décembre 1986) - Prévisions monétaires et financières pour 1976-1987  
- Comportement financier des ménages  
- Comportement financier des entreprises.  
N°14 (décembre 1986) - L'économie française en 1986-1987
- N°15 (avril 1987) - Perspectives pour l'économie française 1987-1988  
- La libération des prix des services :  
dérapages ou rattrapages ?  
N°16 (juin 1987) - Le rôle des réserves obligatoires dans la politique monétaire  
- La collecte des liquidités depuis 1970  
- Le coût du travail en France et en Allemagne  
N° Hors Série (oct. 1987) (1) - L'agriculture française en 1987  
N°17 (novembre 1987) (1) - La politique de taux d'intérêt des grandes banques centrales  
- Les importations françaises : une analyse statistique  
N° 18 (décembre 1987) - Le cours des actions françaises et américaines  
- Les conséquences de la crise boursière  
sur les comportements de dépense  
- Le développement récent du crédit à la consommation  
- Trois scénarios pour l'économie mondiale  
- L'économie française en 1988
- N° 19 (avril 1988) - Les dépenses des administrations publiques  
en France et en Allemagne  
- Déficit public et déficit extérieur ? Y a-t-il un lien ?  
- L'économie française jusqu'en 1992  
N° 20 (juillet 1988) - Le degré de liberté de la politique économique  
- Perspectives pour l'économie française 1988-1989  
- Les faillites d'entreprises  
- Réflexions sur la fonction de demande de monnaie aux Etats-Unis  
N° 21 (octobre 1988) - L'économie française en 1988 et 1989  
- La transmission des fluctuations boursières : un peu d'économétrie  
N° 22 (décembre 1988) - De 1988 à 1989, à travers le modèle ICARE réestimé  
de l'IPECODE  
- ICARE 1980, le modèle en nouvelle base de comptabilité nationale  
- La situation financière du secteur Textile-Habillement
- N°23 (avril 1989) - 1989-1990, l'inflexion dans la continuité  
- Perspectives pour l'économie française 1989-1990  
- La rémanence de la TVA en France, les conséquences  
de la suppression de la TVA grévant les produits pétroliers blancs  
N°24 (juillet 1989) - 1989-1990, quelle inflexion, quelle continuité ?  
- Les nouvelles prévisions conjoncturelles de l'IPECODE  
- Une augmentation des investissements formation  
- Les statistiques d'investissements formation

- N° 25 (octobre 1989) - Perspectives pour l'économie française 1989-1990
- N°26-27 (avril 1990) - L'économie mondiale en 1990 et 1991  
- L'économie française en 1990-1991  
- Un modèle conjoncturel international : IMAGE  
- L'investissement dans le modèle ICARE  
- L'agriculture française face aux nouvelles données européennes et mondiales
- N° 28 (juillet 1990) - Croissance et répartition : des contraintes inévitables  
- L'économie mondiale à l'horizon 1995 : des raisons d'optimisme  
- Projections de l'économie française jusqu'en 1995
- N° Hors Série (sept. 1990)(1) - Les effets des "chocs d'août 1990" sur l'économie française
- N° 29 (décembre 1990) - Une projection de l'économie française pour 1991-1992
- N° Hors Série - Les marges de la politique économique au printemps 1991
- (n°s 30-31) (avril 91) (1) - Perspectives économiques pour 1991-1992
- N° Hors Série (n°32) - S'il se prolongeait, le recul de l'investissement pèserait sur les perspectives économiques françaises
- (juillet 1991) (1)
- N° Hors Série (n°33) - Politique Economique et Perspectives pour 1992
- (octobre 1991) (1)
- N° Hors série (n°34) - Le « choc » de la crise du Golfe a-t-il durablement modifié le comportement de consommation des ménages ?
- (janvier 1992) (1)
- N° 35 (avril 1992) - Perspectives Economiques pour 1992 et 1993
- N° 36 (juillet 1992) - L'entreprise et la pratique de l'intéressement
- N° 37 (octobre 1992) - 1993 : à la recherche d'une stratégie économique  
- Perspectives d'environnement international pour 1992 et 1993  
- Perspectives de l'économie française pour 1992 et 1993  
- Dévaluation et taux d'intérêt
- N° 38 (janvier 1993) - Déficit et dettes publiques dans les pays de la CEE : « l'effet boule de neige »  
- La situation économique en Russie : faits, analyses et perspectives
- N° 39 (avril 1993) - Perspectives économiques 1993-1994
- N° 40 (juillet 1993) - La situation financière des entreprises françaises au début 1993  
- Allemagne : après la réunification, une consolidation laborieuse  
- Agriculture : quelques enjeux macroéconomiques et commerciaux liés à la réforme de la PAC  
- R&D et performances à l'exportation  
- Indicateurs des cycles conjoncturels 1974-1993
- N° 41 (octobre 1993) - Perspectives économiques 1993-1994
- N° 42 (janvier 1994) - Points de vue sur le commerce mondial
- N° 43 (avril 1994) - Perspectives économiques 1994-1995
- N° 44 (juillet 1994) - Effort pour l'environnement des entreprises françaises  
- Tendances du commerce extérieur et de la compétitivité française  
- Evolution des placements et de l'endettement des ménages en France
- N° 45 (octobre 1994) - Perspectives économiques 1994-1995  
- La situation financière des entreprises françaises  
- Les erreurs de mesure des comptes trimestriels  
- Performances comparées à l'exportation
- N° 46 (janvier 1995) - Peut-on expliquer les fluctuations récentes du change dollar/mark ?  
- Le marché des bureaux analysé du côté de la demande  
- Une prévision à court terme de l'investissement productif au Japon  
- Population et PIB : un aperçu des tendances longues
- N° 47 (avril 1995) - Perspectives économiques 1995-1996  
- Quelques aspects statistiques de la réunification allemande
- N° 48 (juillet 1995) - Industrie 1995 : le rapport de Rexecode pour le G.f.i
- N° 49 (octobre 1995) - Perspectives 1995 - 1996
- N° 50 (février 1996) - Le transport de marchandises : comment mesurer le service rendu  
- Graphiques du cycle conjoncturel
- N° 51 (avril 1996) - Perspectives 1996 - 1997
- N° 52 (juillet 1996) - Industrie 96 : relancer l'industrie par l'innovation  
- L'industrie française dans l'expectative  
- L'excédent industriel augmente, les parts de marché reculent  
- Le cercle vertueux de l'innovation  
- Des positions françaises meilleures en recherche qu'en innovation

- N° 53 (octobre 1996)
- Renforcer notre capacité d'innovation
  - Perspectives conjoncturelles meilleures, mais l'ajustement structurel reste indispensable
  - Perspectives de l'économie française
  - Perspectives mondiales
  - Une comparaison des finances publiques de la France et de l'Allemagne
  - Notre problème actuel est-il vraiment la déflation ?
- N° 54 (1er trim. 1997)
- Quels effets attendre de la loi Robien
  - L'apport de la cotation en bourse
  - La Corée du Sud à la recherche d'un nouvel équilibre
  - Perspectives démographiques mondiales
  - Projections démographiques dans cinq grands pays européens
- N° 55 (2ème trim. 1997)
- Perspectives de l'économie française
  - Perspectives de l'économie mondiale
  - Tableaux de la convergence européenne
  - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 56 (3ème trim. 1997)
- L'Europe contrainte au changement structurel
  - Dépenses publiques et emploi : l'exemple des Pays-Bas
  - Perspectives de la croissance asiatique
  - Trois questions sur l'euro
- N° 57 (4ème trim. 1997)
- Des concepts pour un bon diagnostic économique : profitabilité et surplus de productivité.
  - Perspectives de l'économie française
  - Perspectives de l'économie mondiale
  - Dépenses publiques françaises : une mise en perspective internationale
  - Supplément au n°57 : retrouver le chemin de l'investissement industriel
- N° 58 (1er trim. 1998)
- Editorial : 35 heures entre utopies et réalité
  - Incidence des charges fiscales et sociales sur la localisation d'activité
  - Les performances comparées de l'Europe et des Etats-Unis
  - La conjoncture brésilienne en 1997
  - Une comparaison de l'emploi dans le commerce de détail en France et aux Etats-Unis
- N° 59 (2ème trim. 1998)
- Editorial : la conjoncture est favorable à l'euro
  - Perspectives économiques de l'économie mondiale pour 1998 et 1999
  - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 60 (3ème trim. 1998)
- Editorial : le paradoxe de la compétitivité industrielle française
  - La compétitivité industrielle française à la veille de l'euro
- N° 61 (4ème trim. 1998)
- Editorial : pour une méthode budgétaire plus prudente et plus réactive
  - Les perspectives économiques pour 1998 et 1999
  - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 62 (1er trim. 1999)
- Editorial : la convergence fiscale ne progresse pas dans la zone euro
  - Une comparaison économique de la France et des Pays-Bas
  - L'investissement productif en France
- N° 63 (2ème trim. 1999)
- Editorial : l'euro apportera-t-il à l'Europe une croissance à l'américaine ?
  - Perspectives économiques pour 1999 et 2000
  - Perspectives de l'économie française
  - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 64 (4ème trim. 1999)
- Editorial : législation protectrice de l'emploi et performance du marché du travail
  - Perspectives 1999-2003
  - Perspectives françaises
  - Les scénarios des 35 heures
  - Perspectives mondiales
  - Graphiques des cycles conjoncturels



# revue de Rexecode

---

n° 65  
4ème trimestre 1999

Rexecode  
Centre de Recherches pour l'Expansion de l'Economie  
et le développement des Entreprises

---

Un centre d'études économiques indépendant  
ouvert aux entreprises

Créé en 1957, Rexecode est la première association française de recherches et d'études économiques privée et indépendante tournée vers l'entreprise. Rexecode est ouvert à toute entreprise ou organisation professionnelle soucieuse d'être directement et immédiatement informée des changements économiques en cours et de soutenir les objectifs de l'association. Rexecode compte aujourd'hui environ une centaine d'adhérents parmi les tous premiers groupes industriels ou financiers français.

Une veille conjoncturelle permanente

Rexecode assure une veille conjoncturelle permanente grâce à des données mises à jour et vérifiées quotidiennement, à des analyses régulières de la conjoncture et à une exploration des tendances probables de l'économie française et internationale. Les analyses des économistes de Rexecode font l'objet de documents écrits, adressés aux adhérents à des fréquences hebdomadaires, mensuelles, trimestrielles ou annuelles. Elles sont régulièrement présentées et discutées au cours de réunions de travail qui permettent un échange avec l'équipe de Rexecode mais aussi entre les adhérents.

Un regard d'entreprise sur la politique économique

Outre ses travaux d'analyse conjoncturelle, Rexecode est consulté en tant qu'expert au sein d'instances telles que le Groupe Technique de la Commission des Comptes de la Nation, les Commissions du Plan, les groupes GPA du Medef. Il intervient de la même manière auprès des pouvoirs publics et des commissions des assemblées parlementaires pour leur apporter une vision d'entreprise sur la politique économique. Il publie chaque trimestre certains de ses travaux dans la Revue de Rexecode.

