

revuè de Rexecode



n° 63

2ème
trimestre
1999

Editorial

Perspectives économiques pour 1999 et 2000

Perspectives de l'économie française

Graphiques des cycles conjoncturels

*L'euro apportera-t-il
à l'Europe une croissance
à l'américaine ?*

*Risque d'instabilité
aux Etats-Unis*

*Lent redémarrage
des pays émergents*

*La croissance européenne
est revenue à 2 %*

*La baisse des taux longs
reprendra*

*La conjoncture française
résiste*

*Les exportations vont peser
sur la croissance*

*Vingt indicateurs
pour sept pays*

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
Didier DAVIDOFF	Directeur des Etudes, de la Stratégie et des Statistiques à la Société des Bourses Françaises
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-Elysées - 75008 Paris

Economistes : Michel Didier, Jean-Michel Boussemart,
François Faure, Arthur Chabrol, Alexandre Fur,
Michel Martinez, Anne Faivre, Bruno Cavalier.
Edition, secrétariat : Martine Grangé ; **Graphiques** : Aïcha Brak, Dominique Dalle-Molle.

Copyright : Rexervices





Sommaire

<i>Editorial : L'euro apportera-t-il à l'Europe une croissance "à l'américaine" ?</i>	1
<i>Perspectives économiques pour 1999-2000</i>	3
<i>Perspectives de l'économie française</i>	31
<i>Tableaux annexes</i>	43
<i>Indicateurs des cycles conjoncturels</i>	55



Editorial

L'euro apportera-t-il à l'Europe une croissance « à l'américaine » ?

. *Michel Didier*

L'euro renforce les chances de la croissance en Europe. Lors d'une enquête sur les freins à l'investissement conduite il y a à peine quelques trimestres (revue de Rexecode n° 57, supplément), la plupart des responsables interrogés avaient mentionné l'incertitude des changes et des taux d'intérêt comme un frein important à l'investissement. Ce frein est en partie levé car l'euro élargit le champ de la stabilité monétaire à une vaste zone économique. La probabilité pour un chef d'entreprise européen qui travaille avec plusieurs clients étrangers de voir l'un de ses contrats perturbé par un mouvement de change a sensiblement diminué grâce à l'euro.

L'euro fait aussi franchir une étape nouvelle à la concurrence, notamment dans les secteurs financiers et des services. Il stimule les initiatives de réorganisation du secteur productif. Les restructurations entraînent le plus souvent dans un premier temps une contraction des moyens de production et elles peuvent être vécues plutôt comme une menace. Mais l'histoire comme l'analyse économique montrent que l'accroissement de la productivité est un facteur de renforcement potentiel de la croissance économique.

Encore faut-il que la croissance potentielle se transforme effectivement en croissance réelle. Pour cela, l'Europe a de nouveaux efforts à faire afin de lever les obstacles structurels à la croissance.

L'un d'entre eux est la part trop élevée du secteur géré sur la base de normes publiques. La gestion publique n'est pas inefficace en soi. Mais l'incitation au changement et à l'élimination des gaspillages y est faible parce que le stimulant de la concurrence est absent.

Le second obstacle est la trop grande disparité des régimes réglementaires sociaux et fiscaux. En théorie, si tous les marchés étaient parfaits, une zone monétaire pourrait fonctionner avec des régimes sociaux et fiscaux dans différents territoires. Mais si certains marchés sont relativement rigides et fragmentés, ce qui est évidemment le cas, les disparités de structures des coûts risquent d'entraîner des distorsions de concurrence et du chômage qui sont des freins à la croissance. On a en outre beaucoup parlé avant l'euro des avantages à attendre de la baisse des coûts de transaction. L'argument peut être transposé aux systèmes fiscaux et so-

ciaux. La multiplicité des réglementations crée des coûts d'appropriation et d'information élevés, peut-être plus importants que les coûts de transactions monétaires, qui seraient diminués par une convergence des systèmes sociaux et fiscaux.

Une troisième question essentielle concerne les bases technologiques et l'innovation. Les Etats-Unis ont un dollar unique depuis longtemps. Or, ils ont connu des périodes de croissance modeste et des périodes de croissance forte. La différence entre ces périodes a peu à voir avec la monnaie. Elle s'explique essentiellement par des moments plus ou moins favorables dans l'environnement institutionnel et dans l'intensité de l'innovation technologique et de sa diffusion dans l'économie.

L'expérience de 1998 montre que la croissance est la clé de l'emploi, de l'investissement et de la confiance. Il est donc légitime et souhaitable de viser une croissance forte "à l'américaine". Mais il faut aussi être conscient de ce que l'Europe et les Etats-Unis ne convergent pas actuellement. Leurs taux de croissance, qui s'étaient temporairement rapprochés à la mi-1997, se sont écartés depuis. Les Etats-Unis restent sur une tendance proche de 4 % l'an. L'Europe est revenue sur une tendance voisine de 2 % l'an. Les situations structurelles de l'Europe et des Etats-Unis sont aussi très différentes. Le total des dépenses

publiques représente 49 % du PIB dans la zone euro contre 31 % pour les Etats-Unis. S'il est vrai qu'il existe aussi des écarts entre les Etats américains, le système fiscal et social est néanmoins très largement unifié aux Etats-Unis alors qu'en Europe, les taux de prélèvements sur le travail vont de 30 % à 54 % selon les pays et les taux de prélèvement sur les autres facteurs de production vont de 15 % à 44 % selon les pays.

Enfin, s'il est vrai que les nouvelles technologies de l'information et de la communication jouent un rôle d'entraînement important dans la "nouvelle croissance", le gap européen reste de ce point de vue élevé. La zone euro représente environ les trois quarts des Etats-Unis en termes de produit intérieur brut, mais un peu moins de la moitié des Etats-Unis en termes de conception et de réalisation de logiciels et à peine plus de 40 % en termes de production de matériels relevant des technologies de l'information.

Pour retrouver la croissance en Europe, il fallait l'euro. Pour passer maintenant à la vitesse supérieure, il faut fixer de nouveaux objectifs : un programme d'allègement des prélèvements obligatoires et de la dépense publique, un projet de convergence fiscale, une ambition de renforcement de l'innovation et de l'offre compétitive.



Perspectives économiques pour 1999-2000

Présentation générale

Depuis nos perspectives de décembre dernier, plusieurs événements marquants se sont produits. La crise financière a touché de plein fouet le Brésil. Les taux d'intérêt à long terme se sont tendus sur l'ensemble des marchés. Enfin, la vigueur de la croissance américaine a poussé le dollar à la hausse face à l'euro. Parmi ces événements, certains sont favorables à la croissance générale, d'autres ne le sont pas. Au total, notre prévision de croissance mondiale est légèrement relevée pour 1999 (2,1 % au lieu de 1,7 %) ainsi que pour 2000 (2,7 % au lieu de 2,6 %).

Croissance forte mais risque d'instabilité aux Etats-Unis

Certaines de ces évolutions avaient été anticipées dans nos perspectives (la crise brésilienne notamment), d'autres ne l'étaient pas. C'est le cas de la forte accélération de l'activité aux Etats-Unis. Celle-ci a entraîné un rebond des taux d'intérêt à long terme sur le marché américain puis en raison de ce rebond une hausse du dollar, et malgré ce rebond le maintien des cours boursiers.

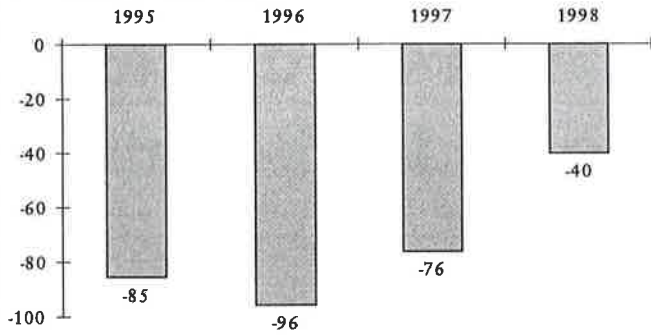
Ces faits nouveaux posent un problème d'interprétation conjoncturelle. Les marchés ont échappé en octobre dernier au risque quasi-systémique révélé par l'effondrement du *hedge-fund* LTCM, grâce à la triple baisse du taux des Fed Funds et à la rapidité du sauvetage de LTCM. Cependant, l'économie américaine est loin de se trouver sur un chemin de croissance équilibrée.

Deux scénarios également probables

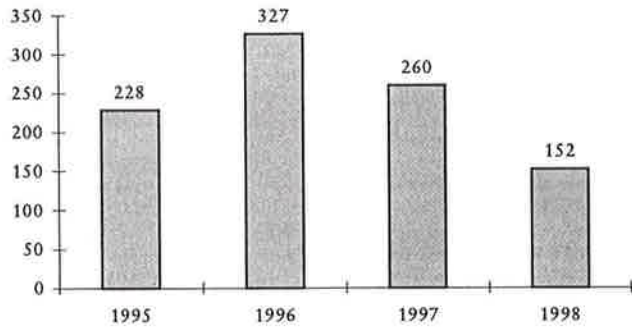
Une révision en baisse des anticipations de croissance, de profits et de cours boursiers peut survenir à tout moment aux Etats-Unis. Ce risque est aujourd'hui renforcé par la hausse des taux d'intérêt à long terme. Nous estimons à un peu moins d'une chance sur deux la probabilité de ce risque qui conduirait à une correction boursière et à un renversement brutal de la conjoncture américaine. L'hypothèse alternative, que nous retenons dans ces perspectives est celle d'un ralentissement progressif de l'économie américaine permettant un reflux prochain des taux d'intérêt à long terme et évitant une correction boursière et un renversement des anticipations.

Le financement externe des pays émergents

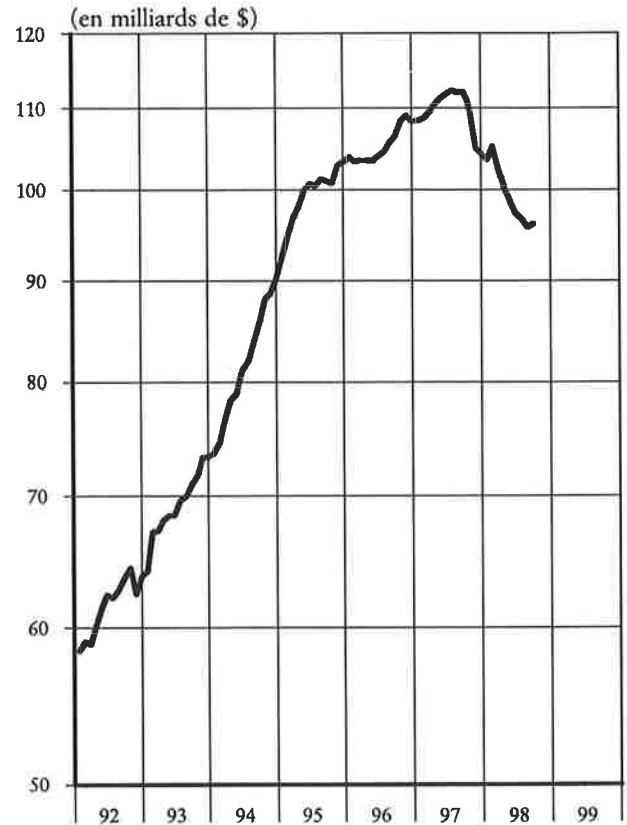
1 - Balance courante



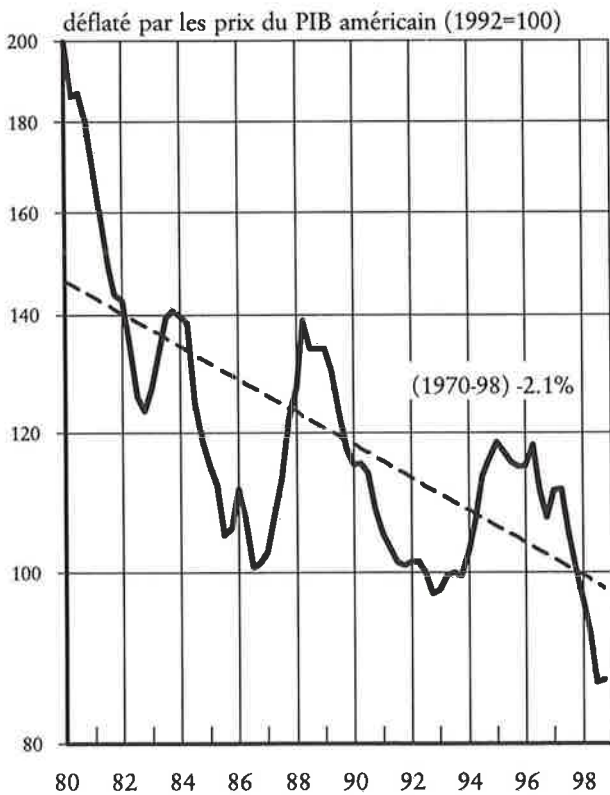
2 - Entrée nette de capitaux privés



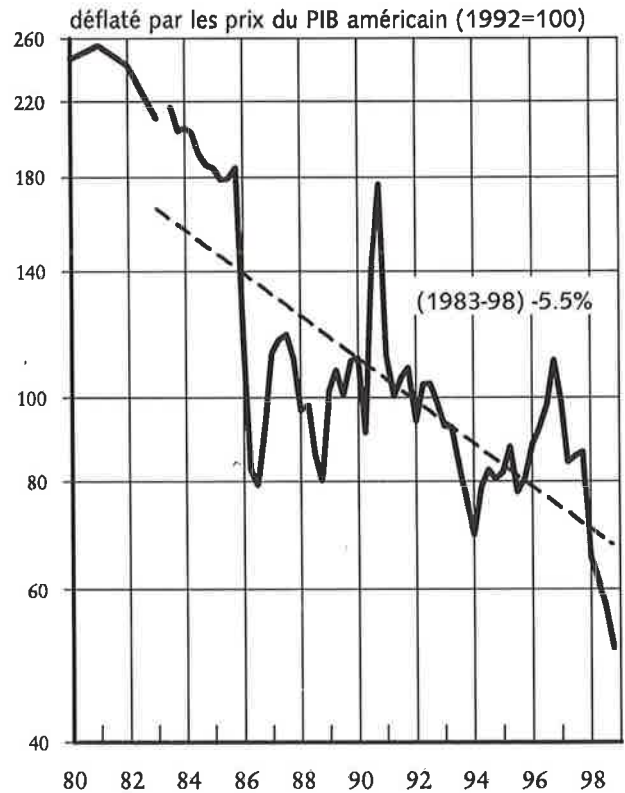
Importations des pays émergents



Prix des matières premières hors pétrole et métaux précieux



Prix du pétrole



© REXECODE

Nous retenons le scénario favorable...

Dans ce contexte favorable, illustré par une croissance américaine de 3,6 % en 1999 et de 1,8 % en 2000, les prix mondiaux ne reculeraient plus et s'affermiraient légèrement l'année prochaine. Inversement, le ralentissement spontané de l'économie américaine éloignerait le risque inflationniste interne.

La crise financière en Amérique latine suivrait son cours, sans être relancée par une généralisation aux autres pays. L'Asie du sud-est consoliderait le rebond déjà amorcé. La croissance européenne resterait sur une tendance de l'ordre de 2 % (2,0 % en 1999, 2,2 % en 2000 pour la zone euro à 11). La croissance française serait proche de la moyenne (elle se situerait dans une zone de 2,1 % à 2,3 % en 1999 et de 2,0 % à 2,5 % en l'an 2000).

... en gardant à l'esprit le risque américain

Cette perspective de croissance modérée et de baisse des taux d'intérêt est la meilleure que l'on puisse envisager pour les marchés. Elle n'autorise certes pas une progression significative des cours boursiers, mais elle n'implique pas de correction forte, ni en Europe ni aux Etats-Unis. Des scénarios alternatifs, que nous n'avons pas chiffrés doivent donc être gardés à l'esprit.

Si la forte croissance et la fin de la désinflation importée réveillent brutalement les anticipations d'inflation aux Etats-Unis, la remontée des taux d'intérêt finirait par faire chuter Wall Street. La pause de la consommation entraînerait un retournement de l'investissement et le ralentissement pourrait être alors brutal.

Lent redémarrage des pays émergents

De 1991 à 1995, les entrées annuelles nettes de capitaux privés dans les pays émergents ont suscité une vague de croissance économique sans précédent, portant l'expansion de ces pays à plus de 6 % par an pendant plusieurs années. Cependant, la rentabilité des capitaux investis s'est progressivement érodée. Les cours boursiers ont plafonné ou reculé sur plusieurs places financières dès 1994. Simultanément l'expansion

Renforcement
de la croissance
mondiale en 2000

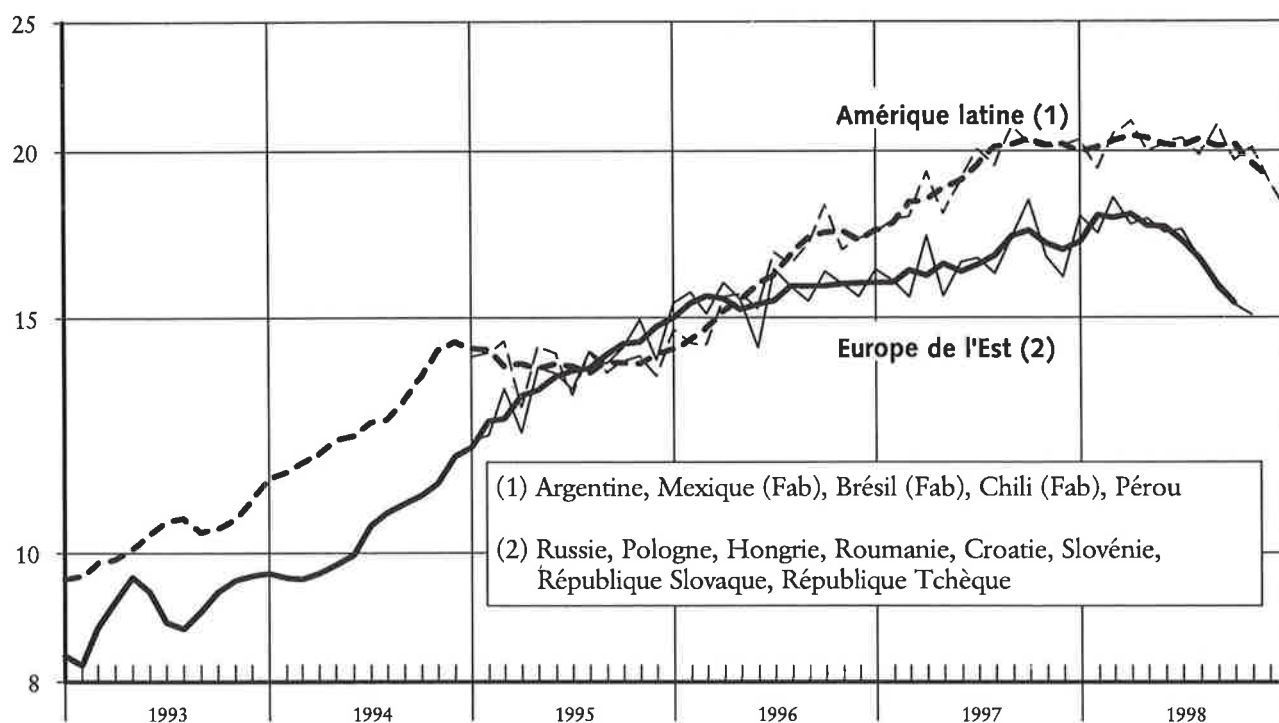
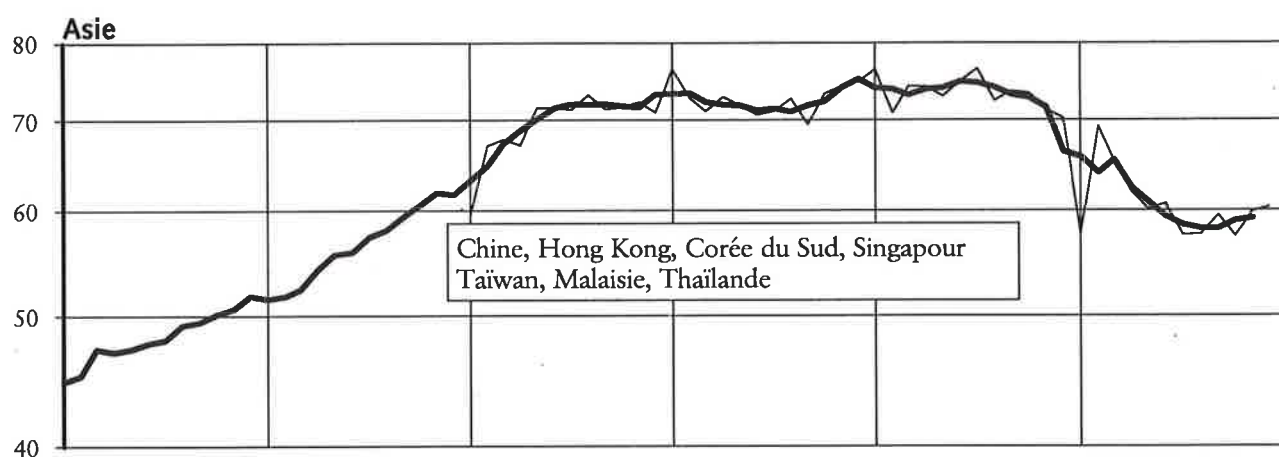
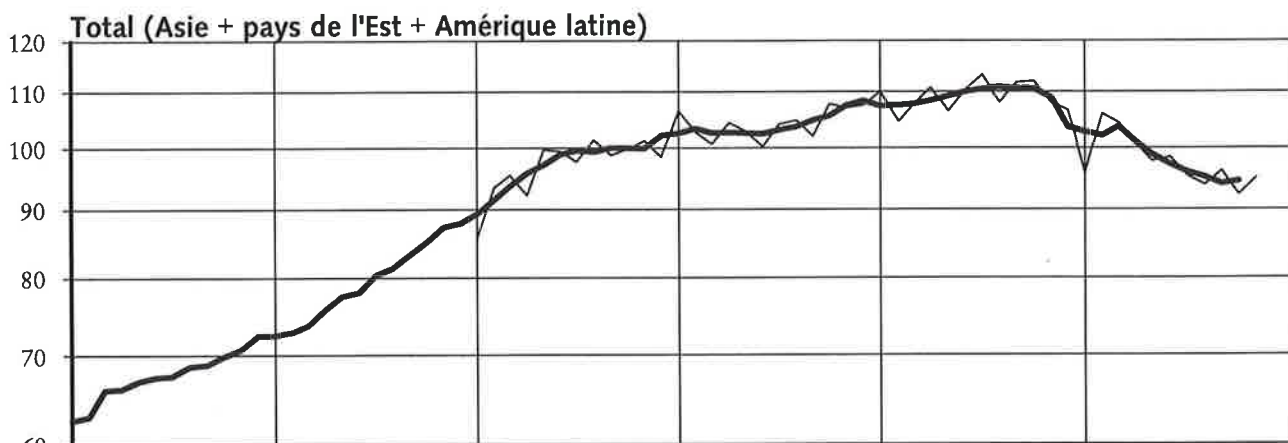
Les chiffres clés de nos perspectives

	1998	1999	2000
1 - Croissance du volume du PIB			
Monde	2,2	2,1	2,7
Ensemble de la zone OCDE	2,5	2,4	1,9
dont : Etats-Unis	3,9	3,6	1,8
Japon	-2,9	0,8	1,2
Union européenne	2,8	1,8	2,2
dont : Allemagne	2,8	1,8	1,9
France	3,2	2,1 à 2,3	2,0 à 2,5
Royaume-Uni	2,3	0,4	1,9
Italie	1,4	1,6	2,1
Espagne	3,8	2,8	2,7
Pays hors OCDE	1,8	1,8	3,8
2 - Marchés mondiaux			
	<i>Variations en %</i>		
Commerce mondial (en volume)	3,3	3,3	4,7
Importations de l'OCDE	6,8	4,4	4,3
Importations des pays hors OCDE	-4,9	0,3	5,8
Prix du pétrole (\$/baril de Brent)*	12,8	11,9	12,9
Prix des matières premières en \$	-17,2	-10,0	1,5
" " " en euro	-15,9	-9,0	-5,7
3 - Taux de change			
	<i>Moyenne sur la période</i>		
1 \$ = ...euro	0,89	0,90	0,84
= ...DM*	1,76	1,77	1,64
= ...yens	131	122	125
= ...F.F.*	5,90	5,94	5,51
1 DM = ...yens*	74,3	69,1	76,1
1 £ = ...F.F.*	9,77	9,50	8,46
4 - Taux d'intérêt à 10 ans en %			
Etats-Unis	5,3	5,2	4,6
Japon	1,3	1,9	2,0
Zone Euro	4,7	4,1	3,7
5 - Taux d'intérêt à 3 mois en %			
Etats-Unis	4,9	4,5	3,9
Japon (euro-yen)	0,5	0,2	0,5
Zone Euro	3,9	2,9	2,7

* taux de change implicites à partir de 1999

Importations CAF des pays émergents

(milliards de \$ US)



© REXECODE

sion entraînait un déséquilibre croissant des paiements courants financé de façon excessive par des capitaux courts. Cette situation de plus en plus instable a fini par provoquer un départ précipité des capitaux privés, un arrêt du crédit, et un effondrement simultané des bourses et des monnaies asiatiques.

L'Asie du Sud-est commence à rebondir

La Chine a réussi à se maintenir à l'écart des turbulences monétaires au prix d'un maintien du contrôle des changes et d'un ralentissement économique. Dans les pays d'Asie à l'origine des déséquilibres, les dévaluations de la monnaie ont entraîné les réactions habituelles, c'est-à-dire un reflux des capitaux, mais aussi une récession économique, un recul des importations et une inversion rapide de la balance courante. On a assisté dans un premier temps à une surréaction des taux de change, puis, avec l'inversion des balances courantes, à un rebond des monnaies. C'est le cas de la Corée, de la Thaïlande et même de l'Indonésie. Nous retenons une poursuite du redressement de ces pays en 1999 et 2000, à un rythme qui sera durablement modéré par la prudence des marchés de capitaux. La crise financière laissera en effet des traces et il paraît peu probable que les flux d'épargne et de crédit externes retrouvent prochainement leurs niveaux antérieurs.

Le recul de la Russie et du Brésil est à peine amorcé

La Russie et le Brésil ne sont qu'au début du processus d'ajustement. Il n'est même pas assuré que le point bas du change du real soit atteint, le déficit public restant à un

niveau insoutenable. De façon générale, les pays émergents ont subi après la crise asiatique de 1997 deux types d'effets, un effet de spéculation et un effet de revenu. L'effet de spéculation tient au déplacement des attaques spéculatives. L'effet de revenu s'explique par la baisse des prix des matières premières et du pétrole. Le poids des produits de base (y compris le pétrole) varie de 30 à 50 %, voire plus, dans les exportations de la Russie, de l'Amérique latine, d'Afrique, ou du Moyen-Orient.

Un redressement conditionné par les prix mondiaux

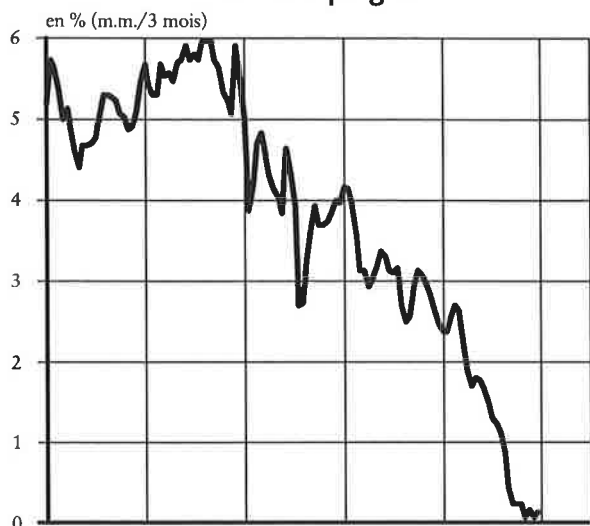
Le redressement économique de ces zones sera donc très largement conditionné par la conjoncture des produits de base. Quelques signes de stabilisation sont aujourd'hui perceptibles, mais dans le cadre de nos perspectives, la remontée prochaine des cours resterait très modeste. Une partie de la zone asiatique a recommencé à importer, mais une large fraction des pays émergents est en phase de contraction des importations de sorte que globalement, on peut espérer une stabilisation des importations totales des pays émergents au premier semestre 1999 puis une reprise modérée en 2000.

Les importations
des pays émergents
rebondissent en 2000

Indicateurs des pays émergents			
Variations en %	1998	1999	2000
Importations (en volume)			
Asie	-9,3	3,3	6,5
Amérique latine	1,3	-10,5	7,0
Europe de l'est	1,3	-4,1	5,3
Prix en dollar			
• des matières premières	-17,2	-10,0	1,5
• du pétrole	-33,3	-7,0	8,4

Etats-Unis

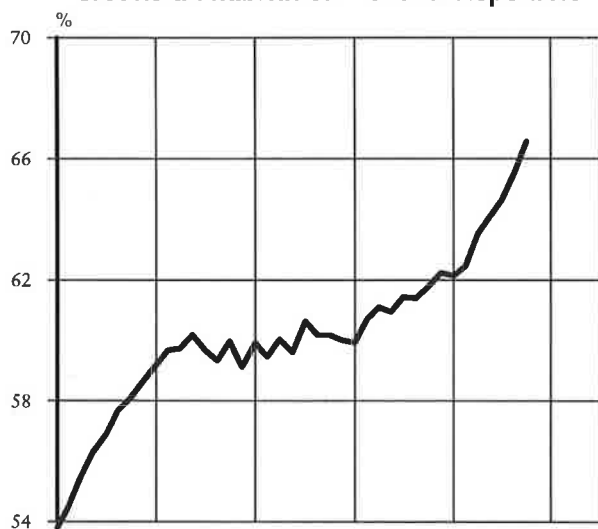
Taux d'épargne



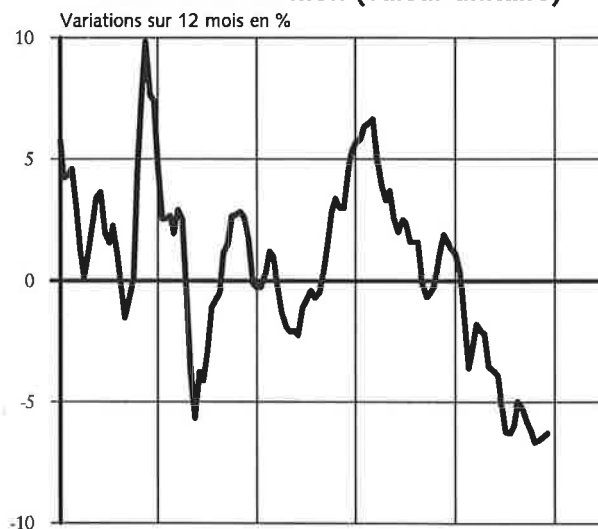
Taux de chômage et inflation salariale



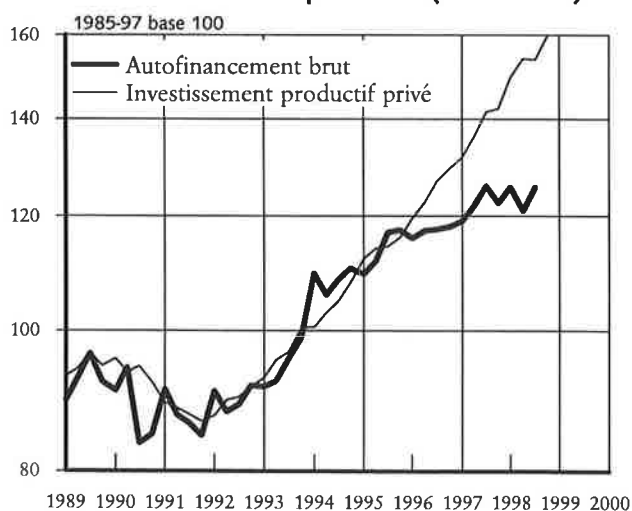
Crédits à l'habitat sur revenu disponible



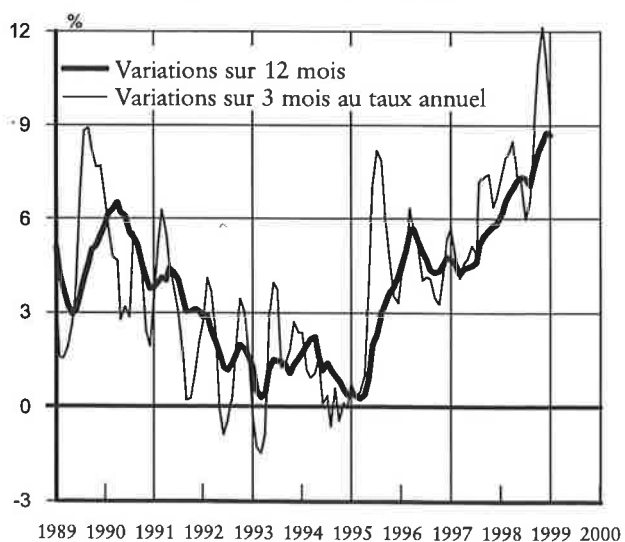
Prix à l'importation (valeur unitaire)



Autofinancement brut (en \$ constant) et investissement productif (en volume)



Masse monétaire M2



© REXECODE

Etats-Unis : toujours l'attente du ralentissement

L'accélération de l'économie américaine à la fin 1998 a surpris la plupart des observateurs. Cette vigueur s'explique à la fois par une nouvelle augmentation de la consommation des ménages, un rebond de l'investissement et par un redémarrage des exportations.

Le rebond inattendu des exportations s'explique peut-être par le recul du taux de change effectif du dollar jusqu'à l'automne dernier. Quant au rebond de la demande intérieure, il a été encouragé par la baisse des taux d'intérêt courts et longs et par le retour au calme sur les marchés financiers. Après les semaines de relative panique à l'été dernier, la remontée des cours boursiers a contribué à redresser la confiance des ménages et à pousser à la hausse les dépenses de consommation et les achats de logement. Le taux d'épargne est même tombé au voisinage de zéro. La question est de savoir si ces mouvements peuvent être durables.

Une croissance déséquilibrée

Les cycles précédents butaient généralement sur les pressions inflationnistes et sur le durcissement de la politique monétaire. Cette fois, après huit ans de croissance forte, l'inflation ne paraît pas menacer et les taux d'intérêt ont été abaissés. Or, si la croissance américaine n'est pas inflationniste, elle n'est pas pour autant équilibrée. L'endettement des ménages est élevé et le besoin de financement externe des entreprises s'accroît. Bien que les comptes des sociétés non-financières montrent une érosion des marges, au moins jusqu'au troisième trimestre 1998 (il y a certainement eu un rebond au quatrième), les sociétés ont

continué à investir rapidement, leurs besoins de financement externes se sont accrus et ont donc été couverts par de l'endettement. On sait aussi que la forte croissance américaine entraîne une augmentation du besoin de financement externe de la nation. Le déficit des paiements courants qui s'approche de 3 % du PIB reste certes encore en deçà de ses records antérieurs (3,5 % du PIB en 1985-1986) mais ce déficit persistant augmente la dette externe et appellera un jour ou l'autre un rééquilibrage qui passerait par une baisse du dollar.

Tension sur les taux d'intérêt

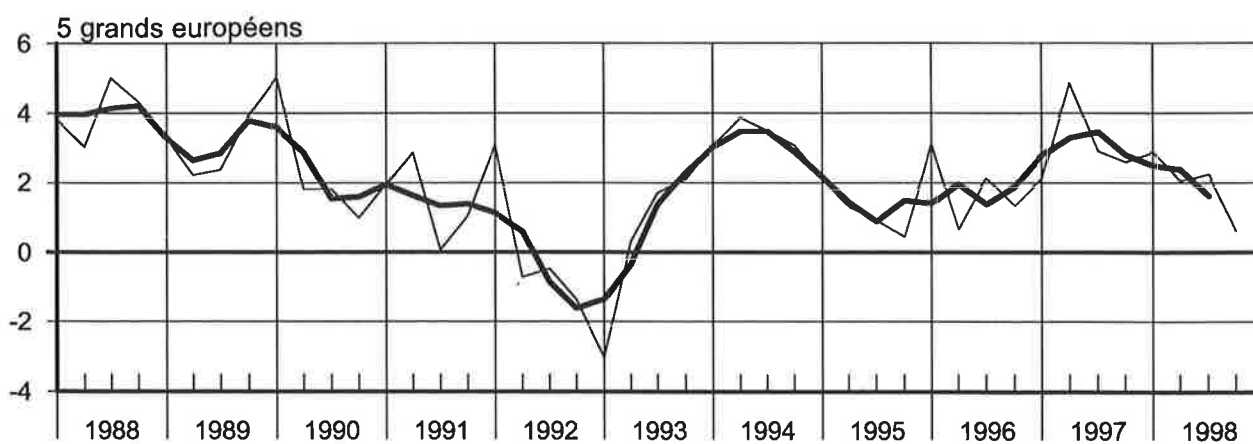
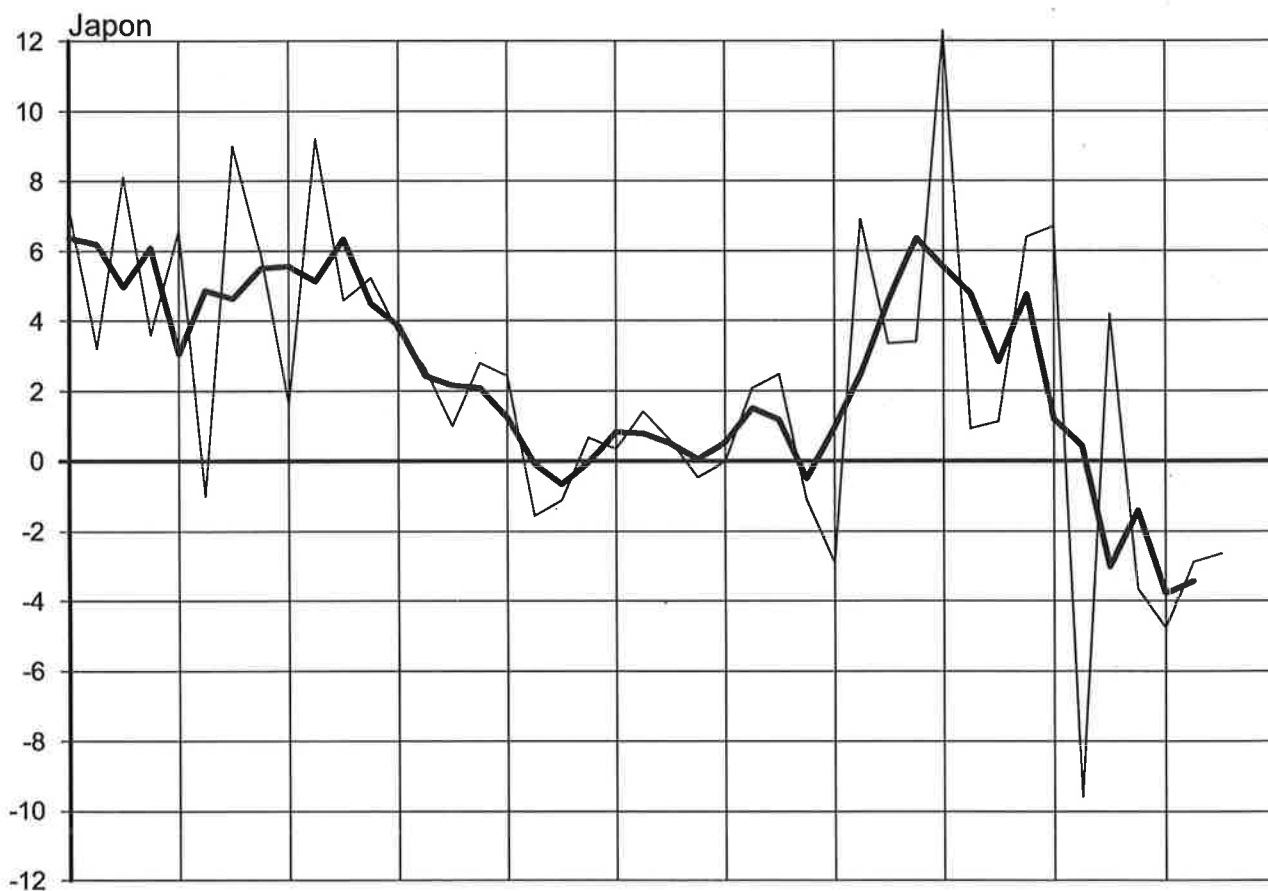
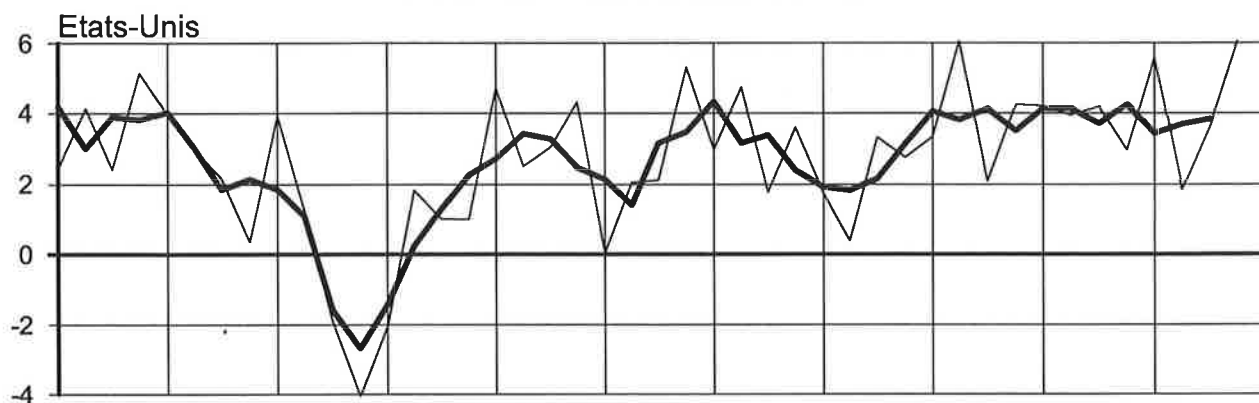
La vigueur de la demande intérieure relance aussi le risque inflationniste. La baisse des prix à l'importation (- 6 % l'an actuellement) finira bien par s'arrêter, or le marché du travail est au plein-emploi et les agrégats monétaires se gonflent rapidement en contrepartie de l'accroissement de l'endettement. Dans ce contexte, on comprend que les rendements sur les marchés obligataires se soient tendus, rappelant la situation de fin 1993-début 1994. Nos perspectives retiennent l'hypothèse d'un ralentissement spontané et progressif permettant de réamorcer une baisse des taux longs et évitant une correction forte de Wall Street. Mais un autre scénario est à peine moins probable.

Un scénario américain
de ralentissement progressif
en 1999

Perspectives américaines (taux de variation en %)

	1998	1999	2000
PIB	3,9	3,6	1,8
Importations	10,6	8,4	3,5
Consommation	4,8	3,7	2,2
Investissement (total)	11,5	9,9	1,2
Exportations	1,5	2,0	4,3
Prix (consommation)	1,6	1,8	1,9

Croissance du volume du PIB



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

© REXECODE

Un scénario d'arrêt brutal reste également probable

Un scénario très différent de celui retenu dans ces perspectives pourrait s'esquisser si la hausse des taux longs persistait ou s'amplifiait. Le recul de Wall Street, l'inversion de l'effet de richesse sur la consommation des ménages et l'arrêt des achats de logement entraîneraient un recul de l'investissement productif et un net ralentissement de la croissance pouvant peut-être même passer par une courte récession.

La croissance européenne est revenue à 2 %

La divergence entre les Etats-Unis et l'Europe est réapparue et s'accentue depuis dix-huit mois. La croissance américaine se maintient en effet proche de 4 % alors que la croissance européenne est revenue à 2 % l'an.

Rechute de la croissance industrielle mais confiance des ménages

Les dernières enquêtes de conjoncture européennes montrent que le ralentissement industriel amorcé au premier semestre 1998 se poursuit actuellement. Les soldes d'opinion sur les perspectives de production, sur les carnets de commande et sur le taux d'utilisation des capacités ont encore reculé, retrouvant les niveaux de la fin 1996 ou du début 1997. Exprimé en moyenne mobile sur trois mois, l'indice de production industrielle a plafonné et affiche même en fin d'année un recul par rapport à son point haut de l'été.

Alors que les soldes d'opinion des industriels ont franchi en baisse leurs moyennes passées, l'indicateur

de confiance des consommateurs se maintient à des niveaux très élevés. Cette apparente anomalie conjoncturelle peut avoir plusieurs explications dont les conséquences à terme sont différentes. La première est bien sûr le recul du taux de chômage qui se poursuit depuis un an après deux années de quasi-stagnation et soutient la confiance des ménages. Une seconde raison est la poursuite de la désinflation qui a contribué à renforcer le pouvoir d'achat des ménages. La troisième cause est la baisse des taux d'intérêt obtenue en 1997-1998 grâce à l'euro. La quatrième est probablement la création de l'euro elle-même et la perspective de stabilité monétaire en Europe. Cette dernière raison est durable, mais les trois premières sont plus circonstanciées et leur effet s'atténuera progressivement. La confiance des ménages pourrait donc s'effriter.

Ralentissement temporaire ou retour à la tendance ?

Un point essentiel est de savoir si l'impulsion donnée en 1997-1998 à l'Europe par la demande mondiale et par l'ensemble des facteurs favorables rappelés précédemment est susceptible de se transformer en croissance soutenue et auto-entretenu. Le ralentissement des derniers trimestres peut faire craindre qu'il n'en soit rien et qu'il faille interpréter la conjoncture actuelle comme le retour à la ten-

Une croissance européenne
proche de 2 %

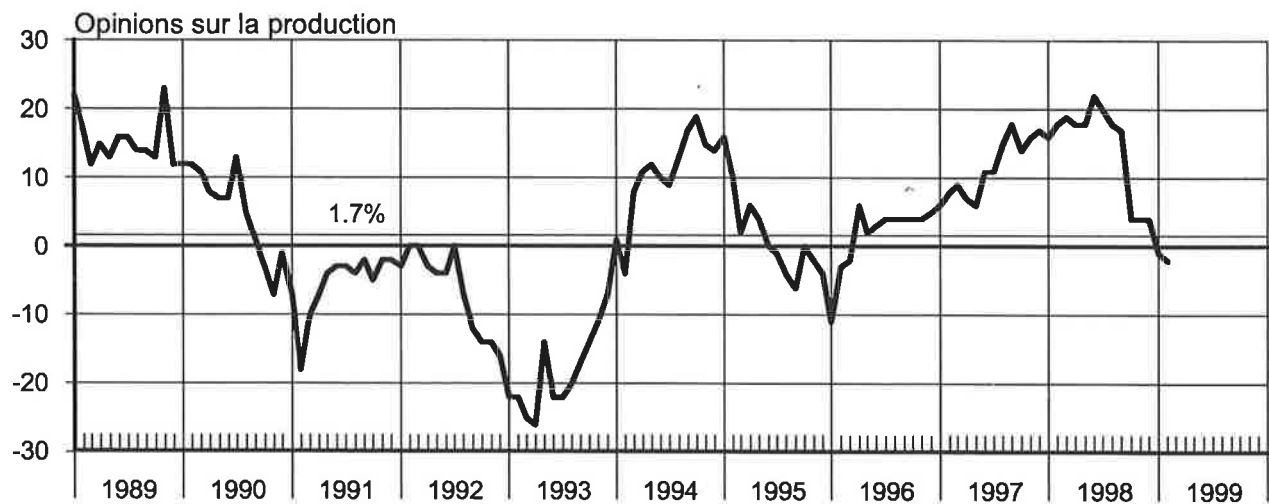
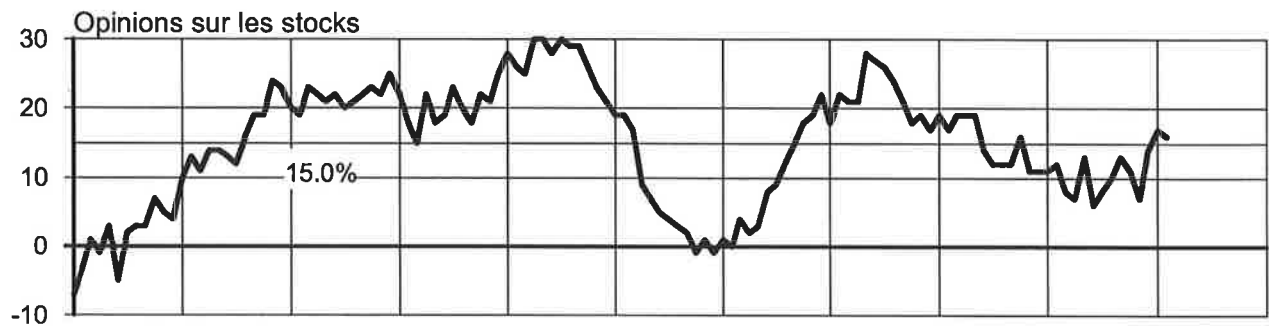
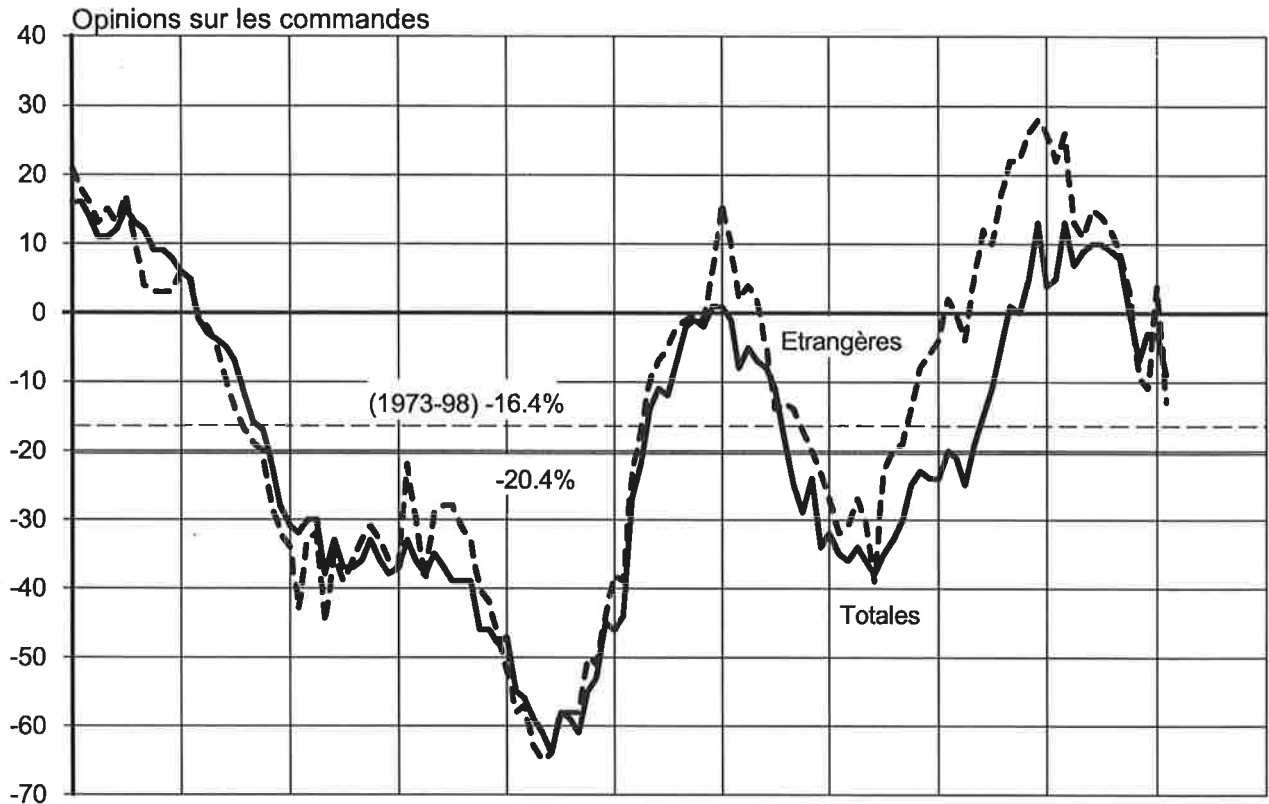
Perspectives de la zone euro* (taux de variation en %)

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

* Calcul sur six pays en Ecu/euro (p.p.a 1996)

Enquête dans l'industrie française

(solde des réponses en %)



© REXECODE

dance longue de l'Europe, tendance qui est inférieure à 2,5 % par an. Il convient aussi de rappeler en sens inverse que la demande extérieure a globalement marqué le pas au cours des derniers mois, et qu'elle pourrait redevenir un peu plus dynamique dans les prochains trimestres.

La disparition de l'inflation devrait faire baisser les taux

Le ralentissement de l'inflation dans la zone euro s'est poursuivi en 1998. Le rythme annuel d'inflation mesuré par les indices de prix harmonisés est inférieur à 1 %. Rappelons qu'en moyenne annuelle, le prix des matières premières (hors énergie) a diminué d'un quart en 1998 et que le cours du baril de pétrole a baissé d'un tiers. Entre décembre 1997 et décembre 1998, les prix à la production ont ainsi diminué d'environ 2 % en Allemagne, en Italie et en France. Sous l'influence américaine, la baisse des taux d'intérêt à long terme s'est interrompue aussi dans la zone euro. Mais nous estimons que dans le contexte de croissance modérée sans inflation, la baisse des taux reprendra.

La conjoncture française résiste

La conjoncture française est difficile à interpréter car les résultats des enquêtes de conjoncture les plus récentes donnent des signaux discordants. Mais dans l'ensemble, il apparaît que la conjoncture française résiste mieux que la moyenne européenne.

Les rythmes de croissance des services et de la construction restent élevés. Les comptes nationaux

du quatrième trimestre 1998 indiquent un rebond de la croissance (+2,9 % en rythme annuel au quatrième trimestre), croissance qui ne doit rien à l'industrie puisque la valeur ajoutée des branches manufacturières a reculé de 0,8 % en rythme annuel (après -1,2 % au troisième trimestre). Ce rebond s'explique par la persistance d'une forte expansion des services et de la construction. En outre, les créations d'emploi dans le secteur marchand non agricole sont restées nombreuses jusqu'à la fin 1998, correspondant à un rythme annuel de 275 000 environ. Cette évolution favorable, ainsi que le nouveau ralentissement de l'inflation, expliquent le niveau toujours élevé de l'indicateur de confiance des ménages, confirmé par le fort rebond de la consommation de produits manufacturés en début d'année.

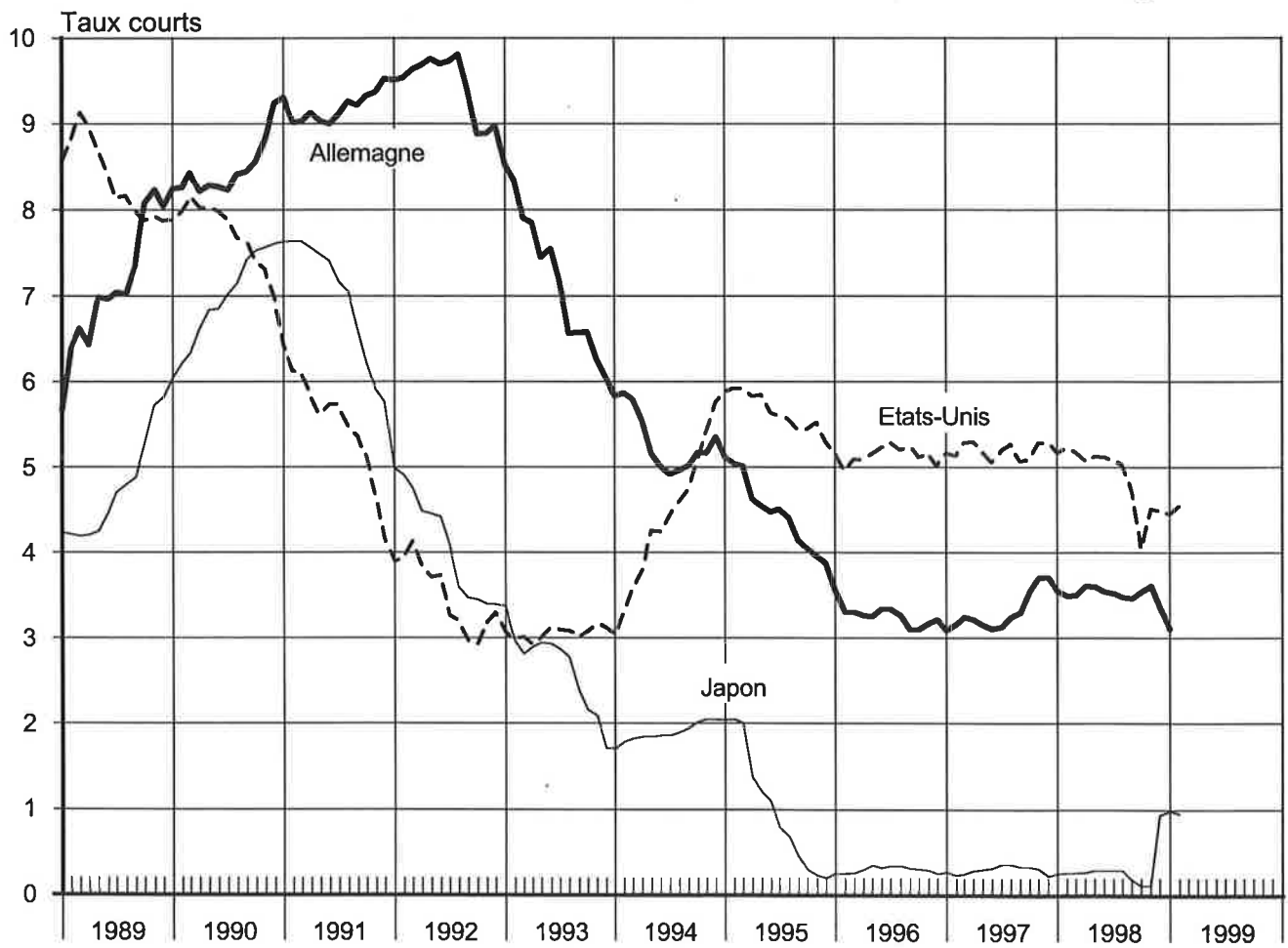
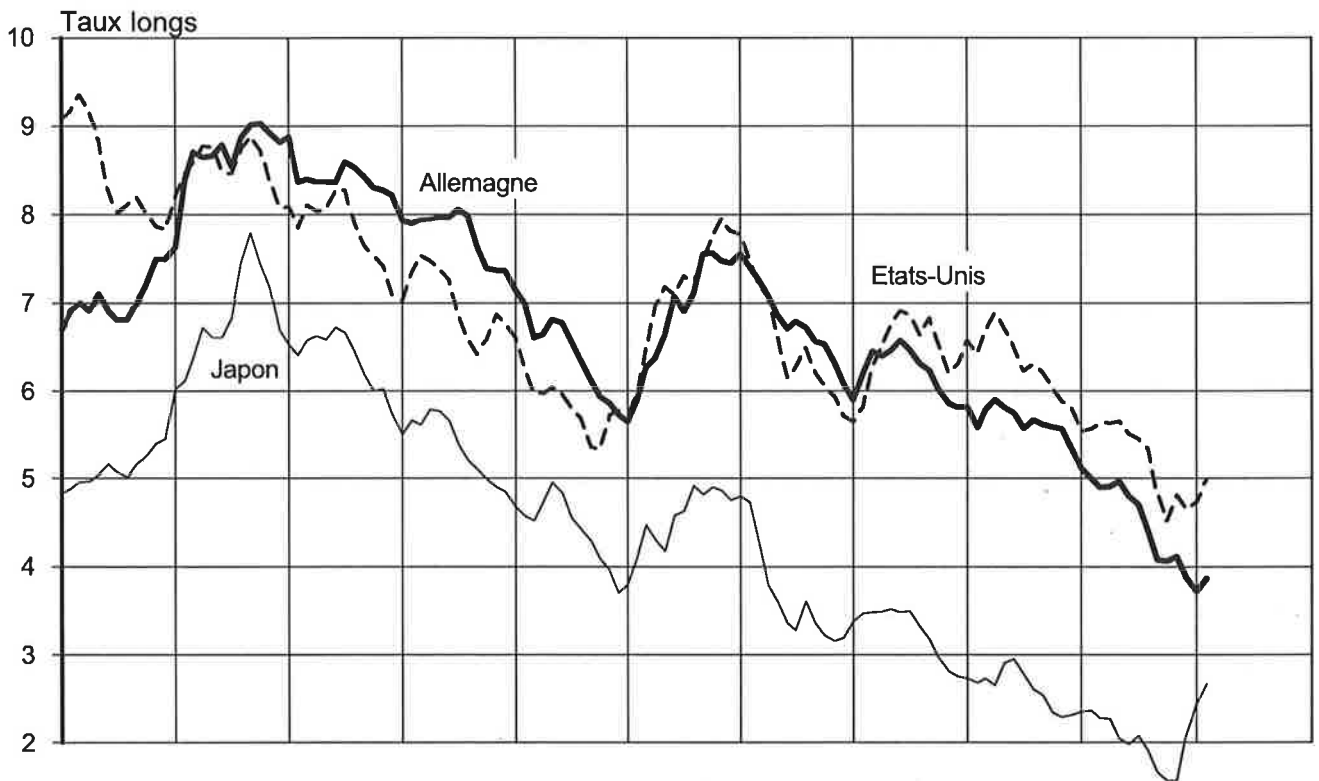
Pause de la croissance industrielle et perspectives de ralentissement des services

L'enquête mensuelle dans l'industrie, qui est généralement un bon indicateur avancé de la conjoncture générale, reflète une poursuite de l'effritement des opinions sur les commandes et sur les perspectives de production. En outre, l'enquête dans les services de janvier annonce un léger ralentisse-

Une croissance supérieure à 2 % pour la quatrième année de suite

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

Taux d'intérêt internes



© REXECODE

ment de l'activité au premier trimestre 1999 et un ralentissement plus marqué des effectifs, dû principalement au ralentissement des services aux entreprises. Enfin, il faut rappeler que la conjoncture de nos premiers clients (Allemagne, Italie, Royaume-Uni) est médiocre. Or, on sait que la France ne s'écarte jamais durablement de la moyenne européenne.

Nos perspectives de croissance annuelle sont supérieures à 2 % en 1999 et en 2000

Nous estimons que l'investissement progressera moins en 1999 qu'en 1998, mais qu'il restera sur une tendance supérieure à la moyenne passée. Nous retenons une progression de l'investissement productif de 4,2 % en 1999 et de 3,9 % en 2000. On rappelle, à titre de comparaison, que la tendance des vingt-cinq dernières années a été de 1,7 % par an en moyenne. Il est vrai que le volume de l'investissement productif n'a retrouvé son niveau de 1990 (dernier point haut) qu'en 1997 et qu'un rebond plus marqué ne serait donc pas anormal.

Mais on sait aussi que la croissance française est désormais plus riche en emploi et moins riche en capital que dans le passé (Revue de Rexecode, n° 62). Le besoin quantitatif d'investissement ne paraît pas très marqué d'autant que la conjoncture française est en ralentissement. La consommation resterait soutenue mais en croissance moindre. Les exportations accompagneraient la demande mondiale. Au total, la croissance serait légèrement plus élevée en 2000 qu'en 1999. Une incertitude porte sur le taux d'épargne des ménages qui reste très élevé. Un recul du taux d'épargne pourrait conduire à une croissance un peu plus élevée.

La baisse des taux longs reprendra

La tendance des taux d'intérêt à long terme s'est inversée sur l'ensemble des grands marchés. Le rebond a touché d'abord le Japon où la remontée du taux long s'est amorcée à la mi-novembre, atteignant temporairement 150 points de base et se traduisant par un fort recul des cours obligataires. Aux Etats-Unis, le taux des obligations à dix ans est remonté de 4,5 % à 5,2 % actuellement. En Europe, après avoir continué de reculer sur sa tendance antérieure jusqu'à la fin janvier, le taux moyen des obligations d'Etat à dix ans des pays de la zone euro est remonté d'environ 50 points de base. Ces rebonds doivent-ils être interprétés comme l'amorce d'un renversement général de tendance ou comme une correction temporaire avant un retour au mouvement de baisse ? La réponse à ces questions est cruciale pour les perspectives des marchés financiers et des marchés de change. Notre analyse est que les taux longs retrouveront assez rapidement leur tendance à la baisse.

Défiance obligataire au Japon

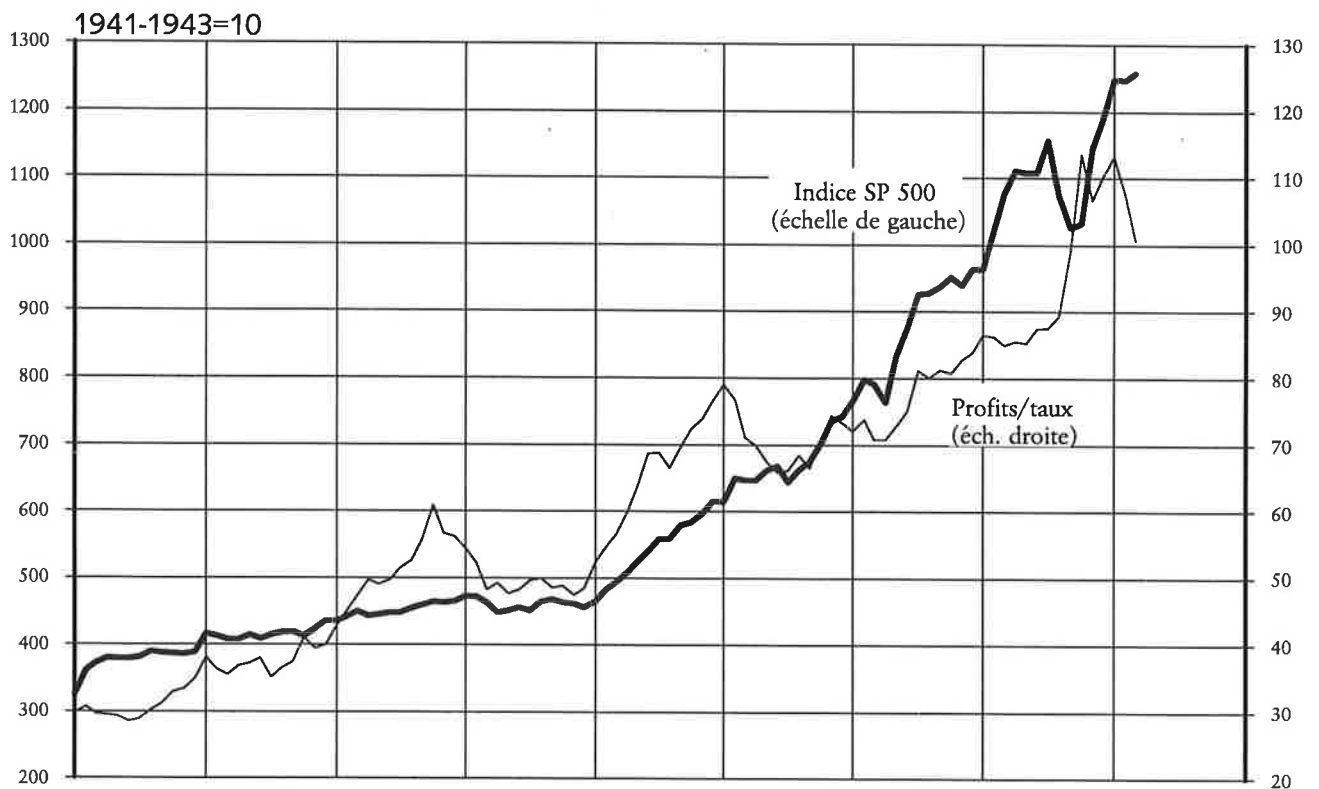
Le rebond du taux japonais peut difficilement s'expliquer par la conjoncture qui reste médiocre et déflationniste (la hausse des prix est très faible et les salaires nominaux ont

Nous tablons sur une reprise de la baisse des taux, sauf au Japon

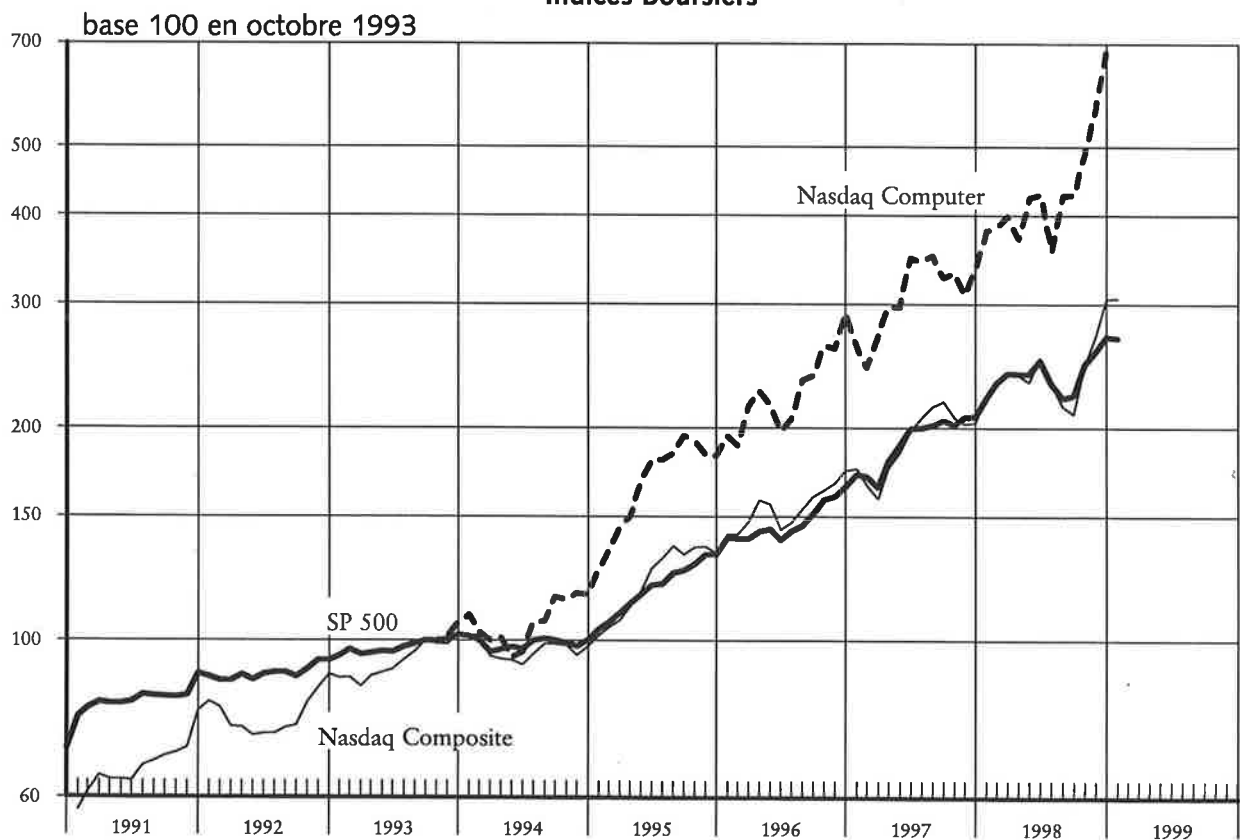
Perspectives des taux d'intérêt			
	1998	1999	2000
Taux longs (10 ans)			
• Etats-Unis	5,3	5,2	4,6
• Japon	1,3	1,9	2,0
• Euro	4,7	4,1	3,7
Taux courts (3 mois)			
• Etats-Unis	4,9	4,5	3,9
• Japon	0,5	0,2	0,5
• Euro	3,9	2,9	2,7

Etats-Unis

Bourse de New-York (SP 500) et Profits/taux



Indices Boursiers



© REXECODE

baissé de 4 % en un an). La Banque centrale du Japon a pu jusqu'à présent éviter de souscrire directement aux émissions de titres publics, mais il est probable que la pression pour une monétisation de la dette publique s'accroîtra, ce qui peut faire craindre une remontée de l'inflation à terme. Mais l'explication la plus vraisemblable du rebond des taux reste l'excès d'offre de titres publics sur le marché japonais qui suscite des craintes des investisseurs institutionnels. Il s'agit là d'une situation probablement durable et à 1,8 % actuellement, le taux d'intérêt à 10 ans reste faible. Nous retenons la quasi-stabilité du taux long au Japon.

Comment interpréter la remontée des taux longs américains ?

Aux Etats-Unis, la remontée des taux d'intérêt longs peut s'interpréter soit comme l'anticipation d'une inflation future, soit comme le résultat d'un assèchement de l'offre de capitaux longs. L'examen attentif de l'évolution récente suggère aussi une autre interprétation, celle d'une correction après une baisse du taux long un peu trop précipitée au moment de la crise financière de l'été. Après la correction actuelle, le taux long retrouverait donc avant l'été une tendance baissière. Cette hypothèse se situe bien sûr dans la perspective que nous privilégions du ralentissement américain. Un retour à l'effritement du taux long aux Etats-Unis soutiendrait Wall Street mais pèserait sur le dollar.

Les taux longs devraient rester orientés à la baisse

En Europe, les enquêtes conjoncturelles suggèrent un ralentissement et de fortes pressions à la baisse sur les prix. Cette conjonction

est difficilement conciliable avec une remontée durable des taux d'intérêt. Au total, en dehors peut-être du cas du Japon, le mouvement actuel des taux d'intérêt longs doit s'interpréter comme une respiration du marché après une baisse un peu précipitée après l'été dernier et non comme une inversion de tendance. Nous privilégions donc l'hypothèse d'un retour prochain à la baisse des taux d'intérêt à long terme en Europe et aux Etats-Unis, la stabilité au Japon.

Le risque sur Wall Street et ses enjeux

Après une hausse de plus de 150 % en trois ans, les interrogations sur l'évaluation des actions américaines se font de plus en plus nombreuses. Elles portent sur le niveau général des cours des industries traditionnelles et sur le risque particulier concernant les valeurs technologiques. Pour apprécier les enjeux, nous examinerons le niveau général des cours des actions puis la situation particulière des valeurs informatiques.

Les enjeux d'un reflux des cours

Donnons d'abord quelques ordres de grandeur. Le PIB américain s'est élevé en 1998 à 8 511 milliards de dollars, la consommation des ménages à 5 806 milliards. L'accroissement de consommation de 1997 à 1998 est de 312 milliards de dollars. La capitalisation boursière américaine totale (New York plus Nasdaq) était de 8 352 milliards fin 1996, de 10 616 milliards fin 1997 et de 12 796 milliards fin 1998. L'accroissement de la seule capitalisation boursière a donc été de 2 264 milliards de dollars en 1997 et de

2 180 milliards de dollars en 1988. Ces chiffres sont sept fois plus importants que l'accroissement total de la consommation des ménages. Les ménages américains sont donc très loin d'avoir consommé toutes leurs plus-values boursières. Si l'effet de richesse a joué, il a été très largement amorti et une baisse de Wall Street de 10 ou 20 % laisserait encore des plus-values très importantes.

Wall Street est-il vraiment trop cher ?

Pour apprécier le niveau actuel des cours des actions, on peut se référer aux travaux économétriques présentés dans le dossier de conjoncture financière de novembre ou plus simplement à la comparaison de l'indice Standard and Poor's 500 et du ratio entre profits des sociétés et taux d'intérêt à dix ans (graphique ci-contre). La comparaison suggère une surévaluation du SP 500 de l'ordre de 20 %, surévaluation qui s'est encore nettement accentuée récemment avec la hausse des taux d'intérêt. Un reflux prochain des taux longs permettrait peut-être d'éviter un ajustement des cours boursiers. Inversement, la poursuite de la hausse des taux provoquerait à coup sûr une forte correction boursière.

L'étincelle possible des valeurs technologiques

Pour se faire une idée du rôle possible des valeurs informatiques, on peut se tourner vers le Nasdaq, marché sur lequel la plupart des valeurs

Internet sont cotées. La capitalisation boursière du Nasdaq est d'environ 2 500 milliards, et celle du NYSE d'environ 11 000 milliards de dollars. L'ensemble des valeurs informatiques représente 35 % de la capitalisation du Nasdaq soit environ 900 milliards de dollars. Si nous prenons comme base octobre 1993, qui correspond à peu près au début de la poussée boursière et qui est la base de plusieurs indices sectoriels sur le Nasdaq, dont l'indice *Computers*, on constate que d'octobre 1993 à février 1999, l'indice Standard and Poor's 500 a été multiplié par 2,7, le Nasdaq composite par 3,0. Quant aux composantes du Nasdaq, elles ont été multipliées par 2,5 pour l'indice *Bank*, 2,9 pour l'indice *Telecommunication*, 2,4 pour la composante *Biotechnology*, 6,8 pour l'indice *Computer*, 1,4 pour l'indice *Transportation*. Une partie de la hausse de l'indice *Computer* est justifiée par les perspectives du secteur. Si l'on retient à titre illustratif l'hypothèse d'une hausse artificielle d'environ 200 points de l'indice *Computer*, l'enjeu d'un recalage serait de 180 milliards de dollars, soit de moins de 2 % du total de la capitalisation boursière américaine.

Au total, dans le scénario que nous retenons, Wall Street est certainement cher mais devrait pouvoir tenir ou se limiter à une phase de consolidation. Reste bien sûr qu'une étincelle sur les valeurs Internet peut mettre le feu à l'ensemble du marché et que de façon générale, notre scénario réunit plutôt des hypothèses favorables.



Perspectives des principaux pays

Les perspectives ci-après présentent les perspectives de nos principaux partenaires.

Etats-Unis

Les indicateurs publiés récemment confirment que le boom des dépenses des ménages se poursuit. Les ventes au détail progressent de manière soutenue, les ventes de véhicules automobiles battent tous leurs records (16,5 millions au taux annuel sur les trois derniers mois connus en février) et les permis de construire des logements continuent de s'envoler, s'approchant de la barre des 1,8 million en taux annuel. Les ménages profitent de la poursuite de la hausse rapide de leurs revenus réels (plus de 3,5 % l'an) et maintiennent à pratiquement zéro leur taux d'épargne. L'euphorie boursière renforce leur confiance.

Le fait nouveau est que l'indicateur de confiance dans l'industrie s'est redressé. Les chefs d'entreprise font état d'une remontée de leurs carnets de commande, y compris à l'exportation, et d'une amélioration de leurs perspectives de production. Affectée par la contraction des exportations au cours des neuf premiers mois de 1998, l'activité industrielle

serait en train de se revigorer. Il est vrai que les exportations à destination de l'Alena et de l'Asie ont rebondi au quatrième trimestre, mais ce mouvement ne paraît pas durable, au moins à son rythme récent. Dans la mesure où la hausse des prix du PIB se ralentit et où l'inflation salariale reste contenue à moins de 4 % l'an, force est de constater que « l'état

Un essoufflement
de la demande interne

Etats-Unis				
	1997	1998	1999	2000
	Variations annuelles en %			
PIB	3,9	3,9	3,6	1,8
Demande interne stocks compris	4,2	5,1	4,5	1,8
Demande interne hors stocks	3,8	5,2	4,4	1,9
Consommation privée	3,4	4,8	3,7	2,2
Dépenses publiques	1,3	1,0	1,5	1,5
FBCF totale	8,5	11,5	9,9	1,2
logement	2,5	10,4	7,0	-0,8
productif	10,7	11,9	10,8	1,8
Exportations de biens et services	12,8	1,5	2,0	4,3
Importations de biens et services	13,9	10,6	8,4	3,5
Prix de détail	2,3	1,6	1,8	1,9
Gains horaires*	3,9	4,1	3,9	4,0
	Moyenne sur la période			
Balance courante en mrd \$ (taux annuel)	-155	-233	-291	-290
Bons du Trésor à 3 mois	5,2	4,9	4,5	3,9
Obligations d'Etat à 10 ans	6,4	5,3	5,2	4,6
1 \$ = ...euro	0,88	0,89	0,90	0,84
1 \$ = ...yens	121	131	122	125
1 £ = ...\$	1,64	1,66	1,60	1,54
* Moyenne sur la période				

de grâce » de l'économie américaine se prolonge au-delà de ce que nous anticipions.

La question posée est de savoir si cet « état de grâce » n'est pas susceptible de se prolonger encore. Des indices suggèrent que l'économie américaine s'oriente peut-être sur un trend de croissance plus rapide que celui constaté depuis vingt-cinq ans et cela malgré le ralentissement démographique avéré. Il faut en effet constater que la corrélation traditionnelle entre inflation et « *output gap* » a disparu depuis au moins deux ans. Le volume du PIB est repassé au-dessus de son exponentielle de tendance 1973-1998 à 2,7 % l'an depuis le début 1997, alors que simultanément la hausse des prix du PIB a continué de ralentir. L'accélération du rythme tendanciel de la croissance serait permise par une accélération des progrès de productivité de la main d'œuvre que l'effort d'investissement productif opéré depuis sept ans rendrait possible. De fait, dans le secteur privé non agricole, les gains de productivité horaire de la main d'œuvre, médiocres jusqu'à la mi-1997, s'accélèrent depuis. Ce phénomène est certes trop récent pour être assuré qu'il s'agit là d'un changement structurel, il devra être surveillé.

Ces observations devraient pousser à l'optimisme. Mais on ne peut simultanément oublier l'ampleur des déséquilibres des comptes des entreprises et surtout des ménages, déséquilibres qui se traduisent par un endettement croissant qui se reflète dans la dégradation continue des comptes extérieurs. Ces déséquilibres ne sont pas extrapolables et nous maintenons donc notre scénario d'une correction spontanée et graduelle dans un schéma où simultanément, la récession en Amérique

latine et le ralentissement au Canada pèseront sur les exportations. Le taux d'épargne des ménages remonterait un peu, ce qui se traduirait par un ralentissement de la consommation amenant les entreprises à modérer leurs investissements. Au second semestre de l'exercice en cours, la croissance du volume du PIB se ralentirait jusqu'à 2 % l'an. Au-delà, elle se modérerait encore, ne s'effondrant toutefois pas en raison d'une amélioration graduelle des exportations.

Dans ce schéma, l'inflation resterait faible, de sorte que le Système fédéral de Réserve pourrait abaisser ses taux directeurs en fin d'année. Le taux de marge des entreprises continuerait de reculer et l'excédent des comptes publics (2 % du PIB en 1999) se réduirait. Le déficit des comptes extérieurs se creuserait encore lourdement au premier semestre 1999 pour, ensuite, entamer un processus de lente résorption. En moyenne annuelle, le déficit courant passerait de 233 milliards \$ en 1998 à 290 milliards \$ en 1999 et 2000.

Japon

Le Japon a connu en 1998 sa plus forte récession d'après-guerre, avec une baisse du PIB de 2,9 %. Ce mauvais résultat est la conséquence du recul des dépenses des agents privés (ménages et entreprises) et de la contraction des exportations. La baisse des revenus des ménages et l'augmentation du chômage ont pesé sur la consommation qui a reculé de 1,1 %, première baisse depuis 1950, à l'exception de celle légère enregistrée en 1974 (- 0,1 %) et aussi sur l'investissement en logement (- 14 %). La faiblesse de la demande et le surinvestissement des dernières années ont contraint les entreprises à réduire leurs investissements. (- 11,3 %).

Les derniers indicateurs conjoncturels disponibles pour janvier et février ne montrent encore aucun redressement de l'activité. La production industrielle s'est stabilisée à un niveau bas, les commandes s'adressant au secteur de la construction restent orientées à la baisse, les immatriculations de voitures ont rechuté et les exportations continuent de reculer. Grâce à la relance des dépenses publiques, l'activité cesserait de reculer au cours du premier semestre 1999. Au-delà, le retour à une croissance soutenue et durable ne serait pas encore assuré, les facteurs structurels continuant de peser lourdement. En moyenne annuelle, le volume du PIB augmenterait de 0,8 % en 1999 et de 1,2 % en 2000.

En forte hausse au second semestre 1998, l'investissement public devrait encore s'avancer rapidement au premier semestre 1999 (15 % l'an). Au-delà, graduellement, son avance devrait se modérer. L'augmentation de la dépense publique creuse en effet le déficit des administrations qui ressortirait encore cette année à plus de 9 % du produit intérieur, nourrissant une dette publique brute qui a dépassé les 100 % du PIB, ce qu'on ne peut durablement extrapoler. La stimulation de l'activité qui résulte de cette augmentation de la dépense publique ne devrait cependant pas permettre de remettre l'économie dans une phase de croissance cyclique classique. D'une part, le système bancaire reste fragile, commençant à peine à se restructurer. Malgré les progrès récemment accomplis, l'ampleur des créances douteuses non encore provisionnées est telle qu'il paraît difficile, sinon impossible, pour qu'il puisse accompagner une franche reprise à horizon de la prévision. La convalescence sera longue.

D'autre part, le processus en cours de restructuration des entre-

prises qui ont surinvesti et se sont surendettées devrait se poursuivre, pesant sur la dépense d'investissement privé et sur l'emploi. Malgré son recul en 1998, le taux d'investissement productif privé ressort encore à plus de 14 %. Par rapport à son record de 1991 (19,6 % du PIB), il s'est déjà nettement replié. Mais il reste encore supérieur aux ratios américains et européens et surtout n'est pas encore en phase avec la croissance de l'activité. Il devrait encore baisser. Dans notre scénario, le volume de l'investissement productif reculerait encore de 6,4 % cette année pour, peut-être, se stabiliser l'an prochain.

Le redressement espéré de la consommation des ménages ne peut qu'être modéré : moins de 1 % cette année, 1,5 % l'an prochain. D'une part, la hausse du chômage et la dérive des comptes publics continueront de susciter la formation

Une reprise modeste
et bien peu assurée

Japon				
	1997	1998	1999	2000
<i>Variations annuelles en %</i>				
PIB	1,4	-2,9	0,8	1,2
Demande interne stocks compris	0,0	-3,6	0,8	1,0
Demande interne hors stocks	0,1	-3,4	0,8	1,0
Consommation privée	1,0	-1,1	0,9	1,5
Consommation publique	1,5	0,6	3,0	1,0
FBCF totale	-2,1	-9,0	-0,2	-0,1
productif privé	7,2	-11,3	-6,4	-0,1
logement	-15,9	-14,0	-9,8	-0,9
publique	-11,3	-1,2	16,9	0,1
Exportations de biens et services	11,6	-2,3	0,8	4,9
Importations de biens et services	0,6	-7,7	0,1	4,1
Exportations de marchandises	13,9	-0,4	0,0	3,0
Importations de marchandises	7,8	-10,4	-5,0	4,0
Prix de détail	1,7	0,6	0,4	0,6
Gains horaires	2,0	-1,3	0,4	1,5
<i>Moyenne sur la période</i>				
Balance courante en mrd\$ de \$ (taux annuel)	95	121	135	135
Euroyen à 3 mois	0,5	0,5	0,2	0,5
Obligations d'Etat à 10 ans	2,2	1,3	1,9	2,0
1 euro = ...yens	137	146	135	149
1 \$ = ...yens	121	131	122	125

d'une épargne de précaution. D'autre part, le souci des entreprises de redresser leur rentabilité les poussera encore à peser sur les salaires.

Au total, nous envisageons un modeste progrès du volume de la demande interne (0,8 % cette année et 1 % l'an prochain) ne suscitant pas un vif courant d'importation. Avec des exportations se redressant lentement et continuant de perdre des parts de marché, l'excédent des comptes courants resterait plafonné au niveau record de 135 milliards \$, soutenant le change du yen. Celui-ci oscillerait autour de 125 yens pour un dollar malgré le maintien de taux courts à des niveaux nominaux à peine positifs qu'autorise la stabilité des prix à la consommation.

Une croissance freinée
par les exportations
et le marché du travail

Allemagne

Le PIB allemand s'est replié de 1,5 % l'an au quatrième trimestre 1998. Dans les comptes annuels provisoires établis par le Statistisches Bundesamt, la croissance du volume du PIB a été de 2,8 % en 1998. La progression satisfaisante de la consommation des ménages au quatrième trimestre (3,3 % dans les comptes révisés) contraste avec le recul de l'investissement (-3,8 %). Par conséquent, la demande intérieure — hors stocks — ne progresse plus (-0,3 %). Du côté du commerce extérieur, l'effondrement des exportations en volume (-8,6 % au taux annuel) est impressionnant. Le recul du volume des importations est moindre (-2 % l'an) et la chute des prix à l'importation (-7,3 % l'an au dernier trimestre) limite l'effritement de la balance commerciale (127,4 milliards de marks d'excédent en 1998).

Pour 1999, l'évolution de l'activité dans l'industrie rappelle la conjoncture du début de l'année 1995. Toutefois, la bonne tenue de la consommation des ménages et de leurs achats de logements permettaient jusqu'alors de croire à une issue plus favorable. Les sempiternelles hésitations de politiques budgétaire et fiscale de la coalition gouvernementale et le résultat des négociations salariales de l'hiver (industrie, fonction publique) font naître de nouvelles craintes. Pour l'an 2000, l'enjeu central du scénario concerne toujours l'ampleur de la reprise anticipée de la demande extérieure. Le caractère durable du dynamisme de la demande des ménages est, quant à lui, de plus en plus sujet à caution.

Amorcé depuis la fin du printemps dernier, le recul des exportations allemandes se poursuit. Très

Allemagne				
	1997	1998	1999	2000
	Variations annuelles en %			
PIB	2,2	2,8	1,8	1,9
<i>PIB ouest</i>	2,5	2,9		
<i>PIB est</i>	1,7	2,1		
Demande interne stocks compris	1,4	2,6	2,0	1,9
Demande interne hors stocks	0,1	1,3	2,5	2,1
Consommation privée	0,5	1,7	2,9	2,1
Consommation publique	-0,7	0,5	1,6	1,5
FBCF totale	0,1	1,0	2,0	2,6
Construction	-2,5	-4,2	0,7	1,2
Equipement	3,9	8,6	3,5	4,3
Exportations de biens et services	11,1	5,9	1,7	3,4
Importations de biens et services	8,1	5,2	2,4	3,3
Prix de détail	1,8	1,0	0,7	1,0
Gains horaires (toutes activités)	1,2	1,6	3,3	2,8
	Moyenne sur la période			
Balance courante				
- en mrdms DM (taux annuel)	-7,7	-18,6	-8,0	-3,0
- en mrdms \$	-4,4	-10,6	-4,6	-1,9
Euribor à 3 mois	3,3	3,5	2,9	2,7
Emprunt d'Etat à 10 ans	5,7	4,6	4,1	3,7
1 euro = ... \$	1,13	1,12	1,10	1,19
1 \$ = ... DM *	1,7	1,8	1,8	1,6
1 DM = ... Yens *	69,9	74,3	69,1	76,1

* Taux de change implicite

actif sur les marchés émergents d'Europe centrale et en Russie, le secteur exportateur allemand subit de plein fouet le ralentissement s'opérant dans cette zone (République tchèque, Pologne). Les exportations à destination des PECO se sont repliées de 13 % l'an en valeur au deuxième semestre de 1998 ; le repli dépasse les 65 % pour la Russie. Le déséquilibre persistant des comptes extérieurs suggère de nouveaux ajustements à la baisse pour les économies de la zone. Le rééquilibrage des comptes prendra vraisemblablement du temps : un nouveau rétrécissement des débouchés est donc à prévoir pour l'industrie allemande.

Du côté des achats professionnels de biens d'équipement, le repli des commandes étrangères s'accompagne désormais d'un net recul des commandes intérieures. L'issue des négociations salariales et la politique chaotique du nouveau gouvernement semblent favoriser l'attentisme en matière d'investissement et justifient amplement notre nouvelle révision à la baisse de la FBCF en biens d'équipement pour 1999 (3,5 % contre 4,4 % l'an précédemment).

La consommation des ménages s'est nettement redressée au deuxième semestre (2,9 % l'an). Cette progression est la plus forte depuis cinq ans et provient de la nette progression du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages et d'un léger repli du taux d'épargne en lien avec la meilleure orientation du marché du travail. Si la baisse du taux marginal d'imposition sur les salaires et les hausses nominales décidées lors des négociations de l'hiver devraient renforcer les gains de pouvoir d'achat des ménages, il faut néanmoins remarquer que les créations d'emplois ont nettement ralenti depuis l'automne dernier et que le taux de chômage ne recule plus. La com-

pétitivité de l'appareil industriel allemand restant insuffisante, la dérive nominale des salaires pourrait se traduire par une érosion des profits des entreprises et, à terme, par de nouvelles destructions d'emplois dans l'industrie. En tout cas, les derniers accords salariaux réduisent à néant l'impact positif attendu de la baisse des taux de cotisation au régime des retraites, décidée par le gouvernement de coalition SPD-Verts en début d'année. La fin de l'embellie sur le marché du travail pourrait enfin se traduire par une légère remontée de l'épargne de précaution des ménages.

Royaume-Uni

Au dernier trimestre 1998, le fort recul de la production industrielle (-3,5 % l'an) et des exportations de marchandises (-4,7 % l'an en volume) avait laissé craindre un basculement

Net ralentissement
mais pas de récession

Royaume-Uni				
	1997	1998	1999	2000
	<i>Variations annuelles en %</i>			
PIB	3,5	2,3	0,4	1,9
Demande interne stocks compris	3,8	3,5	1,0	2,1
Demande interne hors stocks	3,6	3,3	1,3	2,0
Consommation privée	3,9	2,6	1,0	2,0
Consommation publique	0,0	1,5	1,9	2,1
FBCF totale	6,6	8,0	2,0	2,1
logement	3,9	4,1	-1,2	1,3
productif	9,6	11,0	2,6	1,9
administrations publiques	-6,7	-12,9	3,8	6,0
Exportations de biens et services	8,7	2,7	0,2	4,2
Importations de biens et services	9,5	7,8	2,6	4,5
Prix de détail	3,1	3,5	1,9	2,6
Gains mensuels (toutes activités)	4,7	4,5	3,7	3,2
	<i>Moyenne sur la période</i>			
Balance courante				
- en mrds £ (taux annuel)	7,1	-2,9	-7,8	-15,6
- en mrds \$ « «	11,7	-4,8	-12,4	-23,9
Marché interbancaire à 3 mois	6,9	7,3	5,3	4,6
Obligations d'Etat à 10 ans	7,0	5,5	4,4	4,0
1 £ = ...\$	1,64	1,66	1,60	1,54
1 £ = ... euro	1,45	1,48	1,45	1,29
1 £ = ...DM (*)	2,84	2,92	2,83	2,52
1 £ = ...FF(*)	9,56	9,77	9,50	8,46
* Taux de change implicite				

de l'économie britannique dans la récession. Finalement, le PIB s'est accru de 0,8 %, soit pratiquement autant qu'au troisième trimestre. La baisse de l'activité dans la construction s'est poursuivie (-0,8 % l'an), mais l'activité dans les services a fait preuve de résistance à +2,4 % l'an. Dans la mesure où le recul des exportations a entraîné un gonflement involontaire des stocks, l'activité industrielle devrait logiquement encore fléchir au cours du premier trimestre 1999. Par ailleurs, les échanges commerciaux avec le monde hors Union européenne indiquent une poursuite de la baisse des exportations en valeur comme en volume jusqu'en janvier.

D'un autre côté, les résultats d'enquêtes tant dans le secteur industriel que dans celui des services sont mieux orientés depuis le début de l'année. Les interrogations sur l'économie britannique ne portent plus — peut-être à tort — sur l'éventualité d'une chute dans la récession. Au contraire, ces résultats font se demander si l'ajustement rapide de la politique monétaire à la dégradation de l'activité industrielle (le taux directeur de la banque d'Angleterre a été abaissé de 25 points de base en janvier et de 50 points de base en février) et l'assouplissement de la politique budgétaire qui a été confirmé dans le budget de mars 1999 ne vont pas stimuler la croissance plus rapidement que prévu.

Notre chiffrage prévisionnel n'a cependant pas été modifié. Nous écartons l'hypothèse d'une récession mais nous confirmons celle d'un net ralentissement en 1999 (0,4 % après 2,3 % en 1998) suivie d'une reprise significative en 2000 (le PIB retrouverait une pente supérieure à 2,5 % dès le deuxième semestre 2000). Les incertitudes, en particulier sur la consommation privée et les expor-

tations, sont encore trop grandes pour une révision en hausse des perspectives de croissance.

Jusqu'à la fin 1998, l'emploi n'a montré aucun signe de ralentissement, continuant de progresser sur une pente de 2 % l'an. Les gains de pouvoir d'achat des salaires se sont plutôt renforcés, la modération de l'inflation ayant compensé le ralentissement des salaires nominaux. Pourtant la consommation des ménages s'est assagie depuis le deuxième trimestre 1998 revenant sur un rythme de seulement 1,3 % en moyenne sur les trois derniers trimestres connus. Le taux d'épargne est remonté de 6,7 % au premier trimestre à 7,2 % au troisième. Dans le même temps, la confiance des ménages s'est dégradée alors même que le chômage continuait de diminuer.

Pour 1999 et 2000, les mesures fiscales et sociales décidées dans les budgets de mars 1998 et mars 1999 vont soutenir le revenu des ménages pour les deux années à venir (0,6 point de revenu disponible en 1999 et 0,8 point en 2000). Mais le creux conjoncturel du premier semestre va peser sur l'emploi (la baisse du chômage s'est d'ailleurs interrompue fin 1998/début 1999). Par ailleurs, la hausse des taxes indirectes et la baisse de la livre vont entraîner un léger surcroît d'inflation au moment où les salaires nominaux risquent de ralentir. Dans ces conditions, nous sommes restés prudents en inscrivant un redémarrage progressif de la consommation en 1999.

Au regard des derniers indicateurs, la reprise des exportations est également une gageure (si elles sont pratiquement à plat en moyenne annuelle en 1999, c'est en raison d'un acquis négatif de -1,2 % fin 1998). Cette reprise repose à la fois sur une réaccélération de la demande mon-

diale en 2000 et sur la dépréciation du sterling. Le taux de change effectif enregistrerait une baisse d'environ 10 % par rapport à la moyenne janvier-février 1999 et retrouverait dès la fin 2000 son niveau du dernier trimestre 1996. Néanmoins, le secteur exportateur n'arrêterait de perdre des parts de marchés qu'en 2000 et le déficit de la balance commerciale continuerait de se creuser sous l'effet notamment d'une détérioration des termes de l'échange.

Italie

L'économie italienne continue d'être à la peine. Le volume du PIB a reculé de 1,1 % l'an au quatrième trimestre. Il n'a augmenté que de 1,4 % en 1998, faisant de ce pays la lanterne rouge de la zone Euro. La faiblesse de la croissance s'explique d'une part par la lourdeur de la consommation des ménages, d'autre part par la contribution très négative de la demande extérieure nette.

Selon les nouveaux comptes nationaux, la consommation a ralenti fortement au quatrième trimestre (+0,3 % l'an), portant le résultat annuel à +1,9 %. L'effort de réduction du déficit budgétaire en 1997 (les impôts ont été payés par les ménages essentiellement en fin d'année 1997) et la baisse des taux d'intérêt dans un pays où l'épargne est essentiellement investie en obligations, ont affecté les revenus disponibles réels des ménages (+ 1,2% en 1998), malgré une dynamique de l'emploi meilleure que dans les années précédentes (+193 000 emplois sur un an en octobre dernier). Le marché automobile, soutenu par des primes jusqu'au troisième trimestre 1998, ne cède que 3,3 % en 1998, et se stabilise sur les deux premiers mois de l'année 1999 à 2,2 millions de véhicules par mois (rythme annualisé), en raison de la baisse des prix. Les

achats de biens durables autres que les moyens de transport (+6,4 % en 1998) et de biens semi-durables (+4 %) ont particulièrement bénéficié de la baisse des taux d'intérêt ainsi que de celle des prix relatifs. Les mesures d'incitation à la réhabilitation de logement (41 % du montant des travaux peuvent être déduits des impôts), dont les procédures d'application ne furent pas finalisées avant mai 1998, n'ont pas permis la reprise de la FBCF en construction en 1998, mais devraient porter leurs fruits en 1999 et 2000.

A la fin de l'année 1997, les fortes perspectives de production, la bonne tenue des profits des entreprises, l'approche de l'Euro avaient dopé l'investissement en biens d'équipement au premier semestre 1998 et favorisé la constitution de stocks (dont la contribution à la croissance ressort à 0,5 % en 1998). Depuis l'été 1998, les incertitudes pesant sur la demande mondiale adressée à l'Italie, la lour-

L'Italie a éliminé
l'inflation

Italie				
	1997	1998	1999	2000
	<i>Variations annuelles en %</i>			
PIB	1,5	1,4	1,6	2,1
Demande interne stocks compris	2,5	2,6	1,6	2,4
Demande interne hors stocks	1,5	2,1	2,2	2,3
Consommation privée	2,4	1,9	2,0	2,3
Consommation publique	-0,7	1,4	1,4	1,3
FBCF totale	0,6	3,4	3,5	3,6
Construction	-1,6	-0,2	2,5	3,4
Equipement	2,6	6,6	4,5	3,7
Exportations de biens et services	6,3	1,3	2,3	4,5
Importations de biens et services	11,8	6,1	2,6	5,9
Prix de détail	1,8	1,7	1,1	1,0
Gains horaires (toutes activités)	4,4	2,4	2,2	2,0
	<i>Moyenne sur la période</i>			
Balance courante				
- milliers de mrds de lires (taux annuel)	61,9	41,8	50,5	53,6
- mrds de \$	36,4	24,1	29,2	33,8
Euribor à 3 mois	6,8	4,9	2,9	2,7
Emprunt Phare à 10 ans	6,7	4,8	4,2	3,7
1 euro =...\$	1,13	1,12	1,11	1,19
1 \$ = ... Lires *	1703	1737	1733	1584
* Taux de change implicite				

deur des carnets de commandes (qui atteignent en janvier leur plus bas de 1996), les pertes de compétitivité par rapport aux pays asiatiques, ont ralenti la croissance de la FBCF en biens d'équipement (+1 % l'an au quatrième trimestre). L'excédent commercial s'est dégradé sur les quatre derniers mois de l'année 1998 (40 milliers de milliards de liras l'an en décembre 1998). Les importations de marchandises (+5,5 % en 1998) diminuent de 22,5 % l'an au dernier trimestre, après avoir fortement été influencées par les achats de voitures et la constitution des stocks. Mais la baisse de la demande en provenance des pays émergents en crise et les pertes indirectes de parts de marché, par exemple sur les marchés du textile (+1,6 % en 1998), du cuir, se font durement sentir.

En 1999, la révision à la baisse des investissements en biens d'équipement suggérée par le ralentissement

des exportations pourrait être modérée par les incitations fiscales (aménagement VISCO). La FBCF en construction bénéficierait pleinement des mesures d'incitation à la réhabilitation de logement, ainsi que de la reprise des travaux publics après cinq années d'« opération mains propres » pour culminer lors du jubilé 2000. Après deux années positives de contribution des stocks à la croissance, la tendance devrait s'inverser en 1999, accentuant le ralentissement des importations. Dans le cadre du Pacte social, les coûts du travail seront allégés d'environ 2 %, ce qui favoriserait une croissance modérée de l'emploi, qui bénéficie également des aides gouvernementales dans le Mezzogiorno et de la libéralisation de la grande distribution. Aussi, les revenus bruts des ménages s'accéléraient autour de 1,5 % en 1999 en termes réels. Associés à la baisse significative des taux d'intérêt et à un fléchissement de la pression fiscale, ces gains de revenus favoriseraient une reprise modérée de la consommation à partir du second semestre.

Le dynamisme de l'Espagne faiblit à peine

Espagne				
	1997	1998	1999	2000
	<i>Variations annuelles en %</i>			
PIB	3,5	3,8	2,8	2,7
Demande interne stocks compris	2,9	4,9	4,1	2,9
Demande interne hors stocks	3,3	4,7	4,1	3,1
Consommation privée	3,1	3,8	3,6	2,6
Consommation publique	1,4	1,6	1,3	1,5
FBCF totale	5,1	9,0	7,4	5,1
Construction	1,3	6,5	6,1	4,6
Equipement	11,0	12,7	9,1	5,9
Exportations de biens et services	14,8	7,8	3,8	5,1
Importations de biens et services	12,2	10,6	7,0	5,5
Prix de détail	2,0	1,8	1,2	1,0
Gains horaires (toutes activités)	4,1	2,7	2,0	2,0
	<i>Moyenne sur la période</i>			
Balance courante				
- en mrds de pesetas (taux annuel)	362	-150	-1120	-1237
- en mrds \$	2,5	-1,0	-7,4	-8,9
Euribor à 3 mois	5,4	4,2	2,9	2,7
Emprunt phare à 10 ans	6,4	4,8	4,1	3,7
1 euro = ... \$	1,13	1,12	1,11	1,19
1 \$ = ... Pesetas*	146	149	151	140

* Taux de change implicite

Espagne

La récente publication des comptes du quatrième trimestre a fait apparaître une croissance annuelle moyenne de 3,8 % en 1998, soit la meilleure performance de l'Espagne depuis dix ans. Le rythme instantané de croissance du PIB a cependant fléchi au dernier trimestre (3 % l'an contre 3,7 % l'an précédemment) sous l'effet d'une forte contribution négative des échanges extérieurs. L'avance des exportations a en effet significativement ralenti à partir du milieu de l'année passée alors que le volume des importations progressait vigoureusement, en ligne avec le profil de l'investissement en biens d'équipement. La demande interne s'est accrue sans à-coups sur une

penne supérieure à 4,5 % l'an tout au long de l'exercice écoulé.

L'Espagne a accompli en 1998 les derniers efforts de convergence dans le cadre de l'Union monétaire européenne. Sur l'exercice écoulé, les conditions de refinancement bancaire ont été assouplies de 175 points de base. La progression du crédit au secteur privé (+14 % en moyenne 1998) qui en a résulté, n'a pourtant pas compromis le mouvement de désinflation, la baisse des prix à l'importation, notamment ceux de la composante énergétique, contribuant à limiter la hausse moyenne des prix de détail à 1,8 %.

Finalement, les comptes publics ont été assainis. Le déficit des administrations représente 1,8 % du PIB (pour un excédent avant charges d'intérêt de 2,2 points de PIB), et la dette publique avoisine 65 % du PIB. Au total, placée dans des conditions de croissance assainies, l'Espagne affiche donc de meilleurs résultats que ceux de ses principaux partenaires. En moyenne annuelle, la production industrielle a augmenté de 5,4 % contre 3,5 % pour la zone euro, tandis que le taux de chômage a baissé de deux points (0,6 point dans l'UE).

Sur l'horizon couvert par nos perspectives, la demande des ménages continue d'être soutenue par une croissance du pouvoir d'achat de la masse salariale (3,2 % en 1999, 3,1 % en 2000), sans ponction sur le taux d'épargne. Du côté des entreprises, la productivité s'élève faiblement, mettant un terme au mouvement de baisse du taux de marge que la progression vigoureuse du pouvoir d'achat avait amputé entre 1995 et 1998. Le secteur de la construction enregistre un ralentissement assez modeste, car il reste en-

couragé par le bas niveau des taux d'intérêt (qui diminuent encore légèrement à partir de la fin 1999) et par le besoin d'équipement d'une population active occupée en forte augmentation (+600.000 personnes en deux ans). L'investissement en biens d'équipement, qui a constitué la composante la plus dynamique de la FBCF totale depuis quatre années, fléchit plus nettement en 1999, avant de retrouver une pente de croissance à 7 % au terme de l'horizon prévisionnel.

La principale source du ralentissement de l'économie espagnole provient du commerce extérieur net. Ainsi que l'ont mis en évidence depuis quelques mois les comptes en volume aussi bien que les données des douanes, le déficit externe s'est fortement accru depuis le milieu de l'année 1998. Jusqu'au dernier trimestre 1998, le recul des exportations en valeur ne résultait que de la modération de la demande des partenaires européens de l'Espagne. En y ajoutant le retournement désormais visible de la demande latino-américaine (7 % des débouchés de l'Espagne), on peut donc présumer une très faible croissance du volume des exportations jusqu'à la fin 1999. Conjointement, la modération de la demande interne pèserait sur les importations, mais sans être suffisante pour permettre une amélioration du solde commercial.

Malgré l'important excédent du solde des services et l'amenuisement du déficit du poste « intérêts et profits » — l'Espagne est devenue depuis deux ans investisseur net à l'étranger, aussi bien en termes d'investissements directs que de portefeuille, la perspective de transferts européens en réduction conduit à un déficit courant, stabilisé à 1,3 % du PIB.

Pays-Bas

Le volume du PIB néerlandais a progressé de 3,7 % l'an en 1998, progression la plus forte depuis le début de la décennie. Ce bon résultat ne doit pas faire oublier que l'évolution trimestrielle présente un profil heurté et surtout, que la fin de l'année 1998 est marquée par un très net ralentissement du rythme de croissance.

Ce fléchissement est en ligne avec le retournement des principaux indicateurs de conjoncture depuis la fin de l'été dernier. Très ouverte (les exportations représentent près de 55 % du PIB), l'économie néerlandaise reste pénalisée par le manque de vigueur du marché intérieur allemand et de la demande étrangère émanant des zones émergentes. La demande intérieure néerlandaise, jusqu'ici particulièrement dynami-

que, montre de nombreux signes d'essoufflement.

La consommation des ménages est restée en 1998 le moteur principal de la croissance néerlandaise. Elle a progressé de 4,4 % en volume l'an dernier, soutenue par la hausse du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages et la poursuite de l'amélioration du marché du travail. Les statistiques de l'emploi sont connues avec un certain retard, mais la hausse du premier semestre a été très forte (2,2 % l'an) avant de se modérer en fin d'année. Les créations nettes d'emplois se sont élevées à 180 000 en 1998. Le taux de chômage a reculé jusqu'à la période récente pour se stabiliser sous la barre des 4 % de la population active en janvier.

Les achats de voitures particulières sont restés dynamiques tout au long de l'année. Sur les trois derniers mois, les immatriculations de voitures neuves se sont toutefois stabilisées en février 1999 à près de 50 000 unités mensuelles. En 1999 et en 2000, le moindre dynamisme du marché du travail et des gains de pouvoir d'achat des salariés devrait pénaliser la consommation privée, qui reviendrait alors sur une progression plus proche de 2 % l'an.

Après plusieurs années de progression soutenue, la FBCF productive a déjà marqué le pas en fin d'année. Dans l'enquête du CBS de cet hiver sur les perspectives d'investissement dans l'industrie, les chefs d'entreprise anticipaient une progression très faible de leurs investissements en 1999. Les industries chimiques et pétrolières qui avaient beaucoup investi les années passées, notamment autour de la zone portuaire de Rotterdam — devraient être les plus touchées. Le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie a continué de se replier.

Les Pays-Bas dans la moyenne du noyau européen

Pays-Bas				
	1997	1998	1999	2000
	<i>Variations annuelles en %</i>			
PIB	3,6	3,7	1,8	2,2
Demande interne stocks compris	3,6	3,9	2,0	2,3
Demande interne hors stocks	3,6	4,0	2,0	1,8
Consommation privée	3,0	4,4	2,3	1,9
Consommation publique	1,5	2,5	1,7	1,0
FBCF totale	6,8	3,9	1,6	1,9
productive	8,1	3,6	2,0	2,5
publique	0,1	5,8	2,8	1,0
logement	7,0	5,3	0,0	1,0
Exportations de biens et services	6,7	5,9	2,5	3,5
Importations de biens et services	7,1	6,9	3,0	3,8
Prix de détail	2,2	1,8	1,1	1,1
Gains mensuels (toutes activités)	2,9	3,4	2,0	1,9
	<i>Moyenne sur la période</i>			
Balance courante				
- en mrds NLG	42,0	38,0	35,0	33,0
- en mrds \$	21,5	19,1	18,9	17,8
Euribor à 3 mois	3,3	3,5	2,9	2,7
Emprunt d'Etat à 10 ans	5,6	4,6	4,1	3,7
1 euro = ... \$	1,13	1,12	1,10	1,19
1 \$ = ... florins *	2,0	2,0	2,0	1,8

* Taux de change implicite

L'impact négatif du retournement des exportations néerlandaises sur les projets d'investissement des entreprises est désormais très marqué. Après avoir faiblement progressé jusqu'à l'été, les exportations néerlandaises en valeur enregistrent désormais un net repli. A l'effondrement des exportations à destination de la Russie et des pays d'Europe centrale (en produits agro-alimentaires notamment), s'est ajouté, depuis la fin de l'an dernier, le manque de dynamisme des importations allemandes (l'Allemagne est la première destination des exportations néerlandaises). L'ajustement des comptes extérieurs des pays émergents d'Europe centrale s'amorçant très lentement, il est vraisemblable que le secteur exportateur néerlandais continuera de souffrir en 1999 et dans la première partie de l'an 2000.

La progression de la FBCF publique resterait relativement soutenue, tout en se modérant légèrement cette année et en 2000. La vague de grands travaux touche à sa fin (aménagement de la ligne à grande vitesse entre Bruxelles et Amsterdam et desserte des nouvelles infrastructures autour de l'aéroport d'Amsterdam-Schiphol). Avec un déficit budgétaire proche des 1 % du PIB en 1998 et un ratio de dette publique en net repli (67,5 % du PIB en 1998), le plus dur de l'effort de maîtrise des finances publiques est largement réalisé. Malgré tout, la remontée spectaculaire du nombre d'allocataires au régime WAO d'invalidité en 1998 incite la nouvelle coalition gouvernementale de M. Kok à poursuivre dans la voie des réformes sociales déjà engagées.

Belgique

Stimulée par la demande intérieure, la croissance est ressortie à 2,9 % en 1998 selon nos estimations

— les comptes du quatrième trimestre n'étant pas encore connus —. L'activité a ralenti nettement au second semestre (1,3 % l'an contre 3,1 % au premier semestre) suite à la dégradation du commerce extérieur. Nos prévisions tablent sur une reprise de la demande mondiale à partir de l'an 2000. Aussi, la croissance belge se modérerait en 1999 à 1,7 % et se redresserait en 2000 pour atteindre 2,1 %.

La demande extérieure a pesé sur l'activité en 1998 suite à un ralentissement de la croissance des exportations qui s'est accentué en fin d'année : les exportations en valeur ont diminué de plus de 25 % au taux annuel au quatrième trimestre. Selon nos prévisions, le rythme de croissance de la demande mondiale adressée à la Belgique serait divisé par deux en 1999 (2,9 % contre 6,1 % en 1998) et réaccélérerait en 2000 (4,4 %). Par conséquent, les exportations belges ralentiraient nette-

Une croissance encore modeste

Belgique				
	1997	1998	1999	2000
PIB	3,0	2,9	1,7	2,1
Demande interne stocks compris	2,2	4,6	2,1	2,4
Demande interne hors stocks	2,5	3,6	2,5	2,5
Consommation privée	2,1	3,7	2,0	2,4
Consommation publique	0,8	1,6	1,6	1,7
FBCF totale	5,4	4,7	4,6	3,1
Entreprises	4,2	5,6	5,3	3,6
Logement	4,8	3,0	4,4	2,4
Exportations de biens et services	7,1	3,4	2,3	4,0
Importations de biens et services	6,3	5,5	2,9	4,4
Prix de détail	1,6	1,0	0,6	1,1
Gains horaires (toutes activités)	1,9	2,6	2,0	2,4
<i>Moyenne sur la période</i>				
Balance courante				
- en mrdrs francs belges (taux annuel)	403	429	299	284
- en mrdrs \$	11,3	11,8	8,2	8,4
Euribor à 3 mois	3,4	3,6	2,9	2,7
Emprunt Phare à 10 ans	5,9	4,8	4,3	3,9
1 euro = ... \$	1,13	1,12	1,11	1,19
1 \$ = ... Franc belge*	35,8	36,3	36,5	33,9
* Taux de change implicite				

ment en 1999 et se redresseraient en 2000.

Dans ce scénario, la Belgique continuerait de perdre des parts de marché, l'appréciation du taux de change effectif amorcée en 1998 se poursuivant. Si l'excédent de la balance commerciale s'est légèrement accentué en 1998 suite à l'amélioration des termes de l'échange, la balance commerciale devrait se détériorer assez nettement en 1999 et 2000.

La consommation des ménages a progressé de 3,7 % en 1998 soit le taux de croissance le plus élevé depuis 1989. Les immatriculations de voitures ont augmenté de 8,3 % et les ventes au détail de plus de 5 % en 1998. La modération de la hausse des prix et la nette amélioration du marché du travail ont en effet accru le pouvoir d'achat des ménages. Le taux de chômage a diminué de 0,7 % pour s'établir à 12,6 % en moyenne annuelle en 1998, ce qui contribue à expliquer le niveau élevé de la confiance des ménages (l'indice de confiance a même dépassé en 1998 ses point hauts antérieurs de 1990 et 1996). En 1999, la consommation des ménages devrait ralentir pour s'établir à 2 %, légèrement au-dessus de la tendance de long terme. En effet, si la croissance des prix resterait modérée, les créations d'emplois seront sans doute moins nombreuses, notamment dans le secteur privé. Néanmoins, la baisse du chômage pourrait se poursuivre grâce à la baisse des charges sociales sur les bas salaires à partir du

1^{er} juillet, à la politique de créations d'emplois dans le secteur non-marchand et au développement du temps partiel dans le secteur public. La croissance de la consommation serait plus soutenue en 2000, étant stimulée par une légère accélération des gains horaires (les salaires de fonctionnaires devraient être revalorisés à la mi-1999 et la norme de progression salariale pour 1999-2000 est fixée à 5,9 %).

Les gains de pouvoir d'achat, conjugués à la baisse des taux d'intérêt, ont stimulé l'investissement en logement qui a rebondi au second semestre. Cette reprise de l'investissement pourrait s'interrompre dès la mi-1999, les architectes anticipant d'ores et déjà une baisse des permis de construire.

L'investissement productif a progressé de 5,6 % en 1998. Il devrait se modérer en 1999 suite à la dégradation de la conjoncture du secteur industriel (la production industrielle a diminué de 4,6 % au quatrième trimestre) et à la baisse du taux d'utilisation des capacités de production (de 83 % début 1998 à moins de 80 % au quatrième trimestre). Les chefs d'entreprise déclarent en effet avoir reporté leurs projets d'investissement. Les carnets de commandes se sont en effet dégradés tout au long de 1998 et les industriels anticipent un ralentissement de l'activité. Au-delà, pour l'exercice suivant, une amélioration de la conjoncture internationale devrait en revanche contribuer à stimuler l'investissement.



Perspectives de l'économie française

Les perspectives présentées pour la France doivent être envisagées dans le contexte général des hypothèses mondiales précédentes. Il est clair par exemple qu'un retournement plus brutal aux Etats-Unis ou l'extension de la crise financière en Amérique latine aurait des répercussions sur la croissance française. Mais il existe aussi des incertitudes propres à la France. Nous n'avons pas cherché à évaluer l'impact possible du bogue de l'an 2000 ou de la nouvelle législation sur la durée du travail (dont les dispositions restent encore inconnues). D'autre part, les tendances actuelles ne nous semblent pas conduire spontanément au respect du pacte de stabilité budgétaire en 2000. Quelles décisions seront prises pour y parvenir ? Enfin, les ménages sont restés soucieux d'épargner dans la période récente. Le taux d'épargne a en fait très peu baissé en 1997 et 1998. Une baisse plus marquée que celle que nous retenons ne doit pas être écartée en 1999, ce qui augmenterait d'autant la consommation intérieure.

Compte tenu de ces éléments, la croissance probable du PIB se situe pour 1999 dans une zone de 2,1 à 2,3 % et pour 2000 dans une zone de 2,0 à 2,5 %.

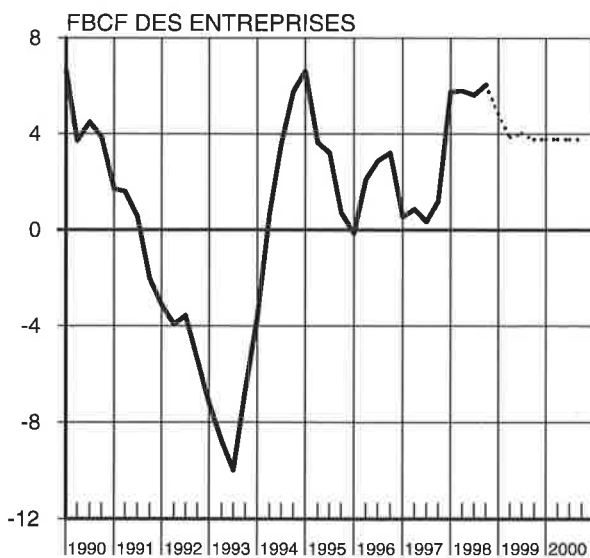
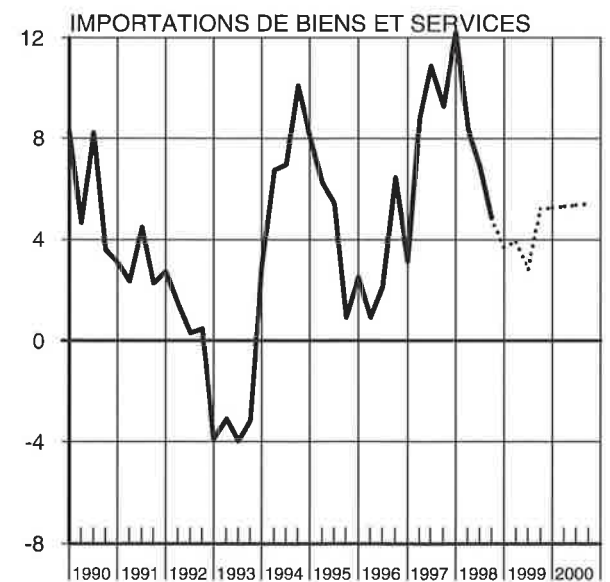
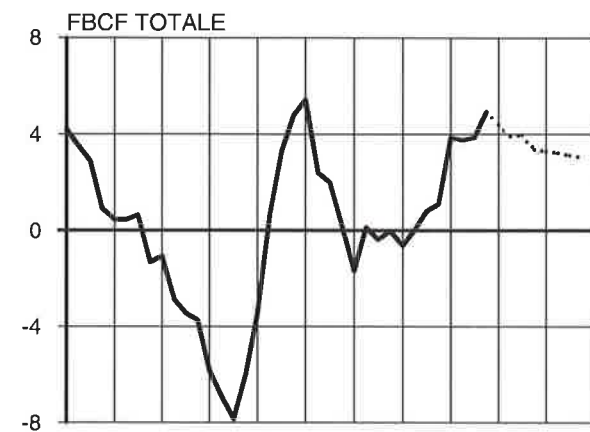
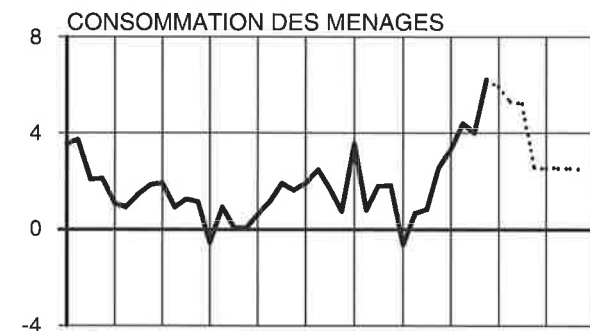
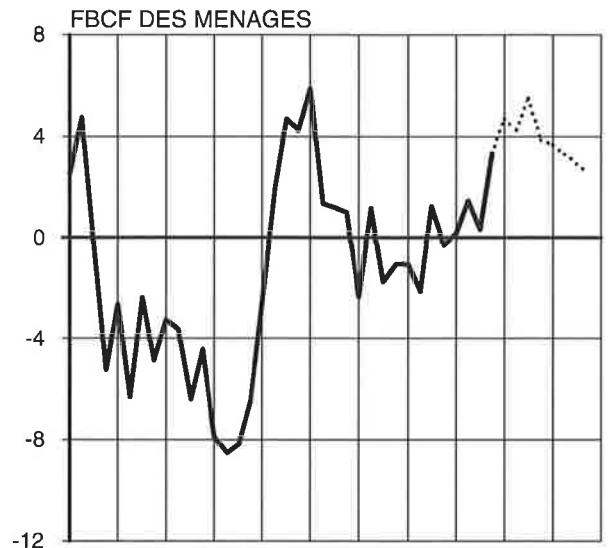
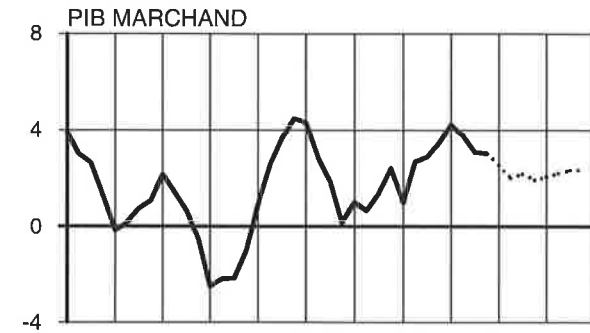
La croissance française résiste

Selon les premières estimations des comptes nationaux, la croissance du produit intérieur brut a été de 3,2 % en 1998 avec une progression de la demande intérieure de 3,7 % et des exportations en hausse de 6 %. Les moyennes annuelles masquent toutefois un changement de tendance intervenu depuis l'été 1998, à savoir une modération de la croissance de la demande intérieure (2,4 % au second semestre contre 4,5 % au premier), et un ralentissement encore plus marqué des exportations. De plus, le rebond de la croissance au quatrième trimestre (2,9 % en rythme annuel) est dû pour 0,9 % à une contribution positive et sans doute temporaire des stocks.

Par ailleurs, on observe des divergences marquées entre les secteurs. L'activité du secteur industriel s'est dégradée depuis l'été 1998. L'indice de la production industrielle, malgré un rebond en janvier, stagne depuis l'été (l'indice a diminué de 0,2 % en janvier en moyenne sur les trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents). Selon la dernière enquête de conjoncture, les industriels anticipent un ralentisse-

RESSOURCES-EMPLOIS

VOLUME : variations t / t-4 en %

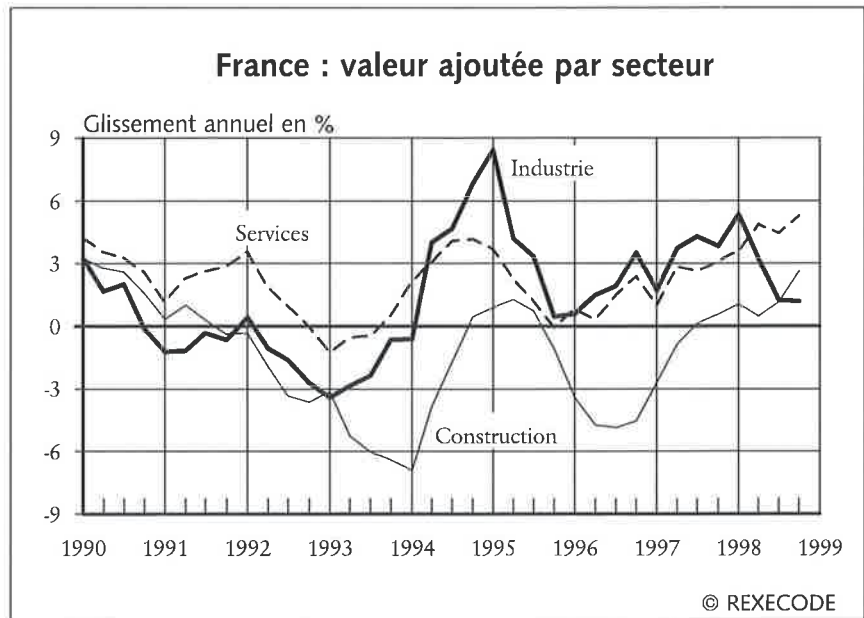


REXECODE

ment de l'activité suite à une dégradation des carnets de commandes, plus marquée pour les carnets de commandes étrangers. Les stocks sont jugés de plus en plus lourds.

En revanche, le secteur de la construction est très dynamique. Les mises en chantier de logements ont atteint 289 850 unités en 1998 soit une progression de 9,6 % par rapport à 1997 tandis que l'activité dans le secteur de la construction non résidentielle a été soutenue en 1998 (+11,1 % pour les mises en chantier, en milliers de mètres carrés).

Le secteur des services, notamment des services aux particuliers et du commerce, a été stimulé par la consommation des ménages et il a été peu affecté au second semestre par le ralentissement industriel. Cependant, dans le passé, il s'avère qu'en France, le cycle des services est assez bien corrélé avec celui de l'industrie de sorte qu'une croissance autonome durable des services paraît difficilement envisageable. On rappelle que les effectifs occupés dans les services aux entreprises représentent à eux-seuls 30 % des effectifs occupés dans l'ensemble des services. De plus, l'activité des services a été jusqu'ici stimulée par la croissance dans l'intérim (hausse de 33 % des effectifs en 1998), et près de 60 % des intérimaires travaillent dans l'industrie. Suite au ralentissement industriel, d'une part les effectifs occupés dans le secteur des services aux entreprises n'ont pas progressé au quatrième trimestre contrairement à ceux de l'ensemble des services. D'autre part, les intérimaires ont fortement diminué au mois de décembre 1998 (la rupture de contrat d'intérim a été la première cause d'inscription à l'ANPE en décembre). Enfin, selon l'enquête trimestrielle dans les services du mois de



janvier, les entrepreneurs anticipent un ralentissement de l'activité notamment dans le secteur des services aux entreprises.

Un choc sur l'industrie

Nos perspectives de croissance pour 1999 et 2000 tablent sur une demande intérieure soutenue, due en partie à l'amélioration passée du marché du travail, alors que la demande extérieure resterait faible. En moyenne annuelle, la croissance serait de 2,1 à 2,3 % en 1999 et de 2,0 à 2,5 % en 2000. De façon plus précise, les comptes prévisionnels ont été établis avec des taux de croissance de 2,1 % en 1999 et 2,2 % en 2000.

Les exportations vont continuer à peser sur la croissance

La demande extérieure a fortement contribué au ralentissement de la croissance en 1998. Le taux d'ac-

Des perspectives d'exportation moins favorables

Echanges extérieurs (taux de croissance en %)				
	1997	1998	1999	2000
Marchés à l'exportation ¹	8,9	5,2	3,0	4,5
Exports de biens et services (volume)	12,6	6,3	2,7	4,2
Imports de biens et services (volume)	8,0	8,0	3,9	5,3

¹ Demande mondiale adressée à la France

Exposition sur les marchés émergents
(exportations en % du PIB)

	France	Allemagne	Italie
Pays de l'Est	0,7	2,4	1,6
dont Russie	0,2	0,5	0,3
Amérique latine	0,4	0,6	0,7
Asie en développement	1,1	1,3	1,1

La France, moins sensible que l'Allemagne à la crise russe

croissement annuel des exportations a été divisé par deux entre 1997 et 1998. La part de marché mondiale de la France en volume est en moyenne en 1998 à peu près au même niveau qu'en 1997, mais la France a gagné des parts de marché en valeur en raison de la hausse du taux de change effectif du franc. Par son positionnement sur les marchés européens et d'Amérique du Nord, la France a été relativement épargnée par la crise en Asie et la crise Russe en 1998. En revanche, elle bénéficiera peut-être moins du redémarrage de l'Asie et souffrira davantage que ses partenaires du ralentissement de la demande des pays européens. La demande mondiale adressée à la France (taux de croissance des importations des partenaires pondérés par la structure géographique des exportations) ralentira fortement en 1999 (3 % contre 5,2 % en 1998). Par conséquent la croissance des exportations risque de rester faible en 1999. Elle se redresserait un peu en 2000 revenant sur un rythme proche des tendances longues (4,3 % l'an).

L'investissement productif resterait dynamique

La faiblesse des exportations en 1999 s'expliquerait également par

Investissement des entreprises en volume
(taux de croissance annuel en %)

	1997	1998	1999	2000
Équipement	2,5	8,1	4,6	4,7
Construction	-3,0	0,5	3,0	1,3
Total	0,1	6,0	4,2	3,9

une moindre compétitivité qui se traduirait par des pertes de parts de marché en volume. Comparés à leurs principaux partenaires, les producteurs français semblent avoir fait moins d'effort de marges. De plus, malgré le récent rebond du dollar, le taux de change effectif du franc s'est apprécié entre juillet 1997 et décembre 1998 de 4,6 %, ce qui affaiblit la compétitivité des produits français sur les marchés étrangers.

La balance commerciale a enregistré un fort excédent en 1998 (162 milliards de francs) malgré le ralentissement des exportations. En revanche, le solde de la balance commerciale en produits manufacturés s'est dégradé. L'excédent commercial serait soutenu en 1999 par la poursuite de l'amélioration des termes de l'échange permise encore par la baisse du prix des matières premières. En revanche il devrait à nouveau se réduire en 2000.

La croissance de l'investissement resterait au-dessus de sa tendance longue

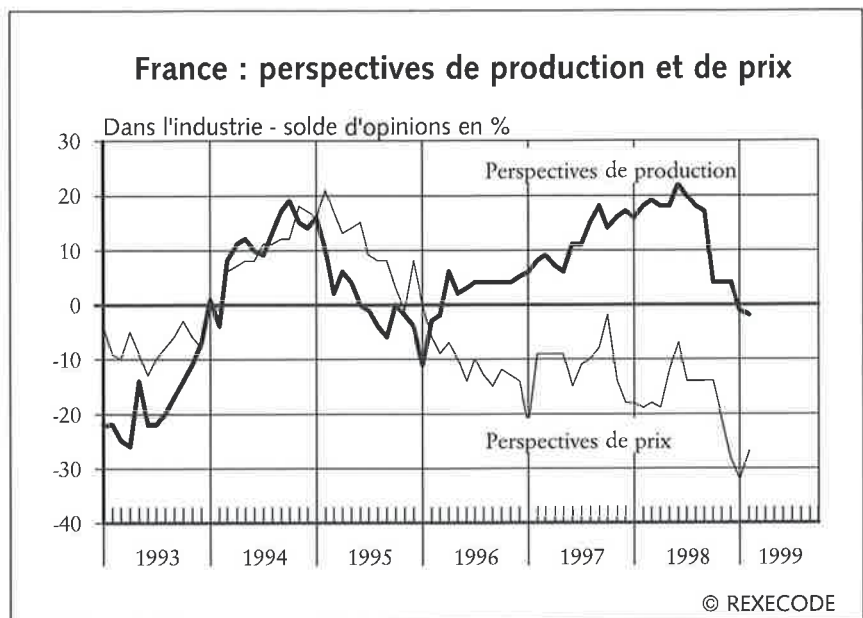
La reprise de l'investissement amorcée à la mi-1997 s'est confirmée en 1998. L'investissement productif, stimulé par la vigueur de la production a progressé de 6 % en 1998, soit le plus fort taux de croissance depuis 1990. A titre de comparaison, lors de la précédente reprise en 1995, l'investissement n'avait progressé que de 3,3 %. Ainsi en 1998, le volume de l'investissement productif est revenu au-dessus de sa tendance de longue période. On rappelle que la faiblesse de l'investissement productif observée depuis les années 1990 s'est accompagnée d'un net ralentissement de la substitution du capital au travail (soit du rythme de progression du capital par

tête) excepté dans les secteurs dynamiques comme les services aux particuliers et aux entreprises.

Cette reprise tient au dynamisme de la demande intérieure qui a provoqué de légères tensions sur les capacités de production. Le taux d'utilisation des capacités de production a progressé tout au long de 1998 pour s'établir un peu au-dessus de son niveau de long terme.

Le rythme de l'investissement productif s'est néanmoins déjà infléchi au second semestre 1998 (+4,8 % en rythme annuel contre +7,3 % au premier semestre), en ligne avec le ralentissement industriel. La modération de la croissance en 1999 et la poursuite du ralentissement dans l'industrie au premier semestre conduirait sans doute à un nouveau ralentissement de l'investissement. Selon l'enquête trimestrielle de l'INSEE, les industriels anticipent une croissance de l'investissement d'environ 5 % (l'investissement industriel représente 30 % de l'investissement productif). Seules les grandes entreprises (plus de 500 salariés) ont revu à la hausse leurs prévisions d'investissement pour 1999 entre l'enquête d'octobre et celle de janvier. Les PMI en revanche prévoient de ne pas accroître leurs investissements en 1999. Enfin, dans le secteur des services aux entreprises, les PME anticipent également un ralentissement de l'investissement. Il faut remarquer que la croissance de l'investissement productif en construction est redevenue positive pour la première fois depuis 1990 et devrait s'accroître légèrement en 1999. En effet, les permis de construire de bureaux, de commerces et de bâtiments industriels ont nettement progressé en 1998.

En conclusion, nous estimons une progression du volume de l'investis-



sement productif autour de 4 % en 1999 et 2000, ce qui signifie que la croissance de l'investissement resterait supérieure à sa tendance de long terme (1,8% l'an sur la période 1973-1998) et continuerait d'être un élément moteur de la croissance (il s'agit du compartiment le plus dynamique de la demande), bien que l'on n'attende pas d'amélioration de la situation financière des entreprises.

L'opinion des industriels sur les perspectives de prix n'a jamais été aussi négative

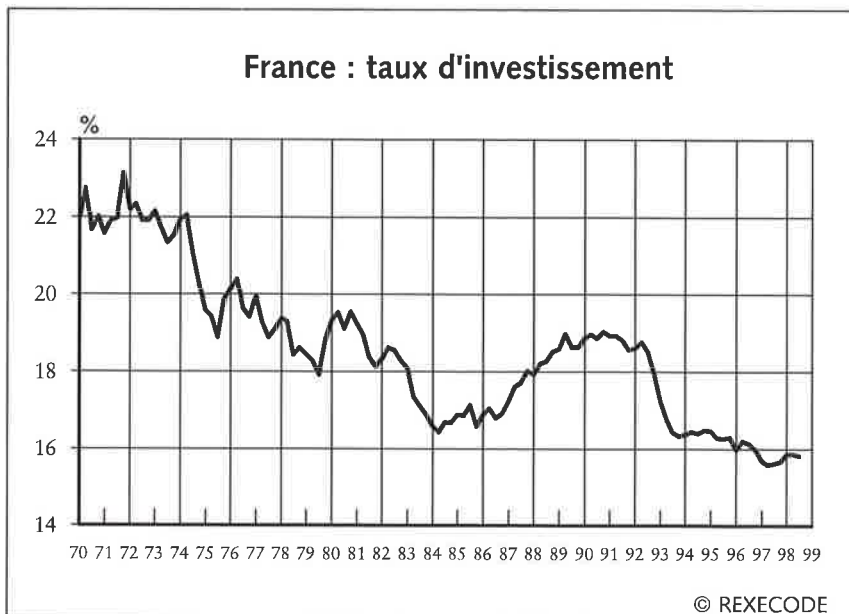
La pression sur les prix pèse sur la situation financière des entreprises

La reprise de l'investissement s'est traduite par une diminution de près d'un point du taux d'autofinancement qui reste toutefois élevé. Lorsqu'on considère l'investissement au sens des groupes, qui inclut l'investissement en recherche-dévelop-

La situation financière des sociétés est stabilisée

Eléments du compte des sociétés (ratios en % de la valeur ajoutée au prix du marché)

	1997	1998	1999	2000
Taux de marge	32,0	32,0	32,0	32,0
Frais financiers nets	5,4	4,9	4,7	4,6
Autofinancement brut	18,0	18,1	18,1	18,3
Investissement	15,6	15,8	15,9	16,1
Taux d'autofinancement	115,4	114,3	114,2	114,3

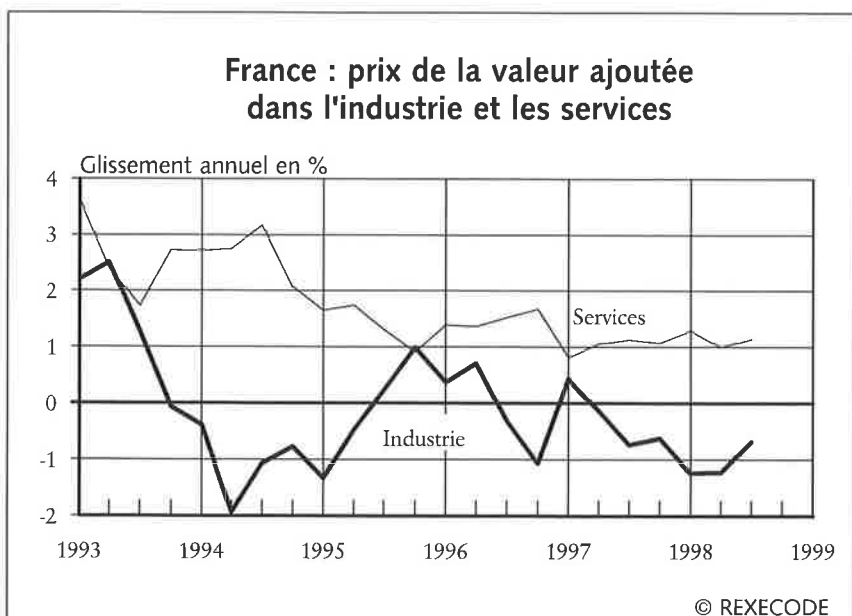


Le taux d'investissement est à un point bas

ment et les implantations étrangères, le taux d'autofinancement est alors inférieur à 100 %. En fait, le taux d'investissement (au sens des comptes nationaux) a peu progressé, l'investissement en valeur ne représentant que 15,8 % de la valeur ajoutée contre 19 % dans les années 1989-1990.

La situation de trésorerie des entreprises s'est améliorée en 1998 notamment grâce à la baisse des taux d'intérêt qui a conduit à un allègement des frais financiers. Cependant, les entreprises, en particulier dans le secteur industriel, subissent des pressions à la baisse des

La baisse des prix industriels se poursuit



prix. Ainsi, le prix implicite de la valeur ajoutée a diminué dans l'industrie et a progressé modérément dans les services. En effet, la baisse du prix des importations des produits manufacturés profite aux services : la progression des salaires réels de ce secteur est modérée du fait de la faible croissance des prix alors que les prix des services sont peu affectés par la baisse de prix. Par conséquent, les taux d'intérêt réels sont plus élevés pour l'industrie que pour les services.

Le taux de marge s'est stabilisé en moyenne en 1997 et 1998 à 32 %. La progression du taux de salaire horaire s'est modérée en 1998 de même que la productivité horaire. Ainsi le coût salarial unitaire a progressé à un rythme comparable à celui des prix du PIB marchand. En 1999, le ralentissement de la productivité horaire due à la diminution du temps de travail et la modération salariale devrait permettre de maintenir le taux de marge à son niveau récent.

La situation du marché du travail continue de s'améliorer mais à un rythme moindre

L'emploi salarié du secteur marchand non agricole a progressé de 2 % en 1998, soit 300 000 emplois. Il s'agit de la plus forte progression depuis 1989. A titre de comparaison, lors de la reprise de 1995, l'emploi n'avait progressé que de 1,5 %. Toutefois, le rythme des créations d'emplois s'est tassé au quatrième trimestre. Le bilan de 1998 fait apparaître des disparités sectorielles importantes. Alors que la production industrielle s'est accrue de plus de 4 %, 14 000 emplois ont été créés dans l'industrie (au sens strict, hors intérim) et les effectifs ne progressent plus depuis juin. En revanche,

les effectifs dans les services marchands ont progressé de 288 000 dont près de 140 000 dans les services aux entreprises (parmi lesquels sont comptabilisés l'ensemble des intérimaires). En tenant compte du secteur d'activité des intérimaires, ces disparités sectorielles sont atténuées : en 1998, l'industrie a créé environ 90 000 emplois, les services un peu moins de 200 000.

Il apparaît aussi que la croissance est désormais plus riche en emplois. En effet, la croissance de la productivité apparente horaire du travail se modère (+2 % en 1998 contre +2,3 % en 1997). Cela tient en partie à la structure de l'emploi : désormais 62 % des emplois sont des emplois dans les services où les gains de productivité sont plus faibles que dans l'industrie. Par ailleurs, la structure du marché du travail évolue. Le travail intérimaire et le travail à temps partiel progressent nettement. Si en 1990 le travail à temps partiel représentait 12,6 % des emplois, aujourd'hui il en représente 17 %, les services employant 82,4 % des travailleurs à temps partiel. En 1998, 112 000 emplois ont été créés dans l'intérim, soit près de 37 % du total des créations d'emplois.

L'amélioration de la situation du marché du travail résulte également des incitations fiscales (baisse des charges sur les bas salaires) et des créations d'emplois dans le secteur non marchand (environ 100 000 en 1998). Ces créations d'emplois ont permis de réduire le taux de chômage qui est passé de 12,5 % en 1997 à 11,8 % en 1998 en moyenne annuelle. La baisse du taux de chômage a été freinée par l'augmentation de la population active disponible (retour sur le marché du travail de « chômeurs découragés »).

L'emploi et le marché du travail* (moyenne annuelle en millions)

	1997	1998	1999	2000
Emploi total	22,4	22,7	23,0	23,3
dont emploi salarié	13,6	13,9	14,0	14,2
Nombre de chômeurs au sens du BIT	3,21	3,04	2,96	2,93
Population active	25,7	25,9	26,1	26,3
Taux de chômage au sens du BIT (en %)	12,5	11,8	11,3	11,1

* Dans nos perspectives, l'impact de la loi sur les 35 heures n'a pas été chiffré. Néanmoins, nous avons retenu comme hypothèse une accélération de la baisse du temps de travail effectif en 1999 et 2000 (baisse de la durée effective de 0,5 % l'an).

En 1999, en ligne avec le ralentissement industriel, les créations d'emplois dans le secteur marchand se modéreraient. En effet, selon les dernières enquêtes dans l'industrie et les services, les chefs d'entreprise anticipent un ralentissement du rythme de créations d'emplois. Selon nos prévisions, environ 160 000 emplois seraient créés dans le secteur marchand et 120 000 dans le secteur non marchand (dispositif des emplois jeunes).

La consommation des ménages continue de soutenir la croissance

La croissance de la consommation des ménages est ressortie à 3,8 % l'an en 1998. En 1998, on a assisté à une reprise de la consommation de biens durables (+11,4 %), notamment d'automobiles (les immatriculations ont progressé de

Une baisse légère du taux de chômage en 2000

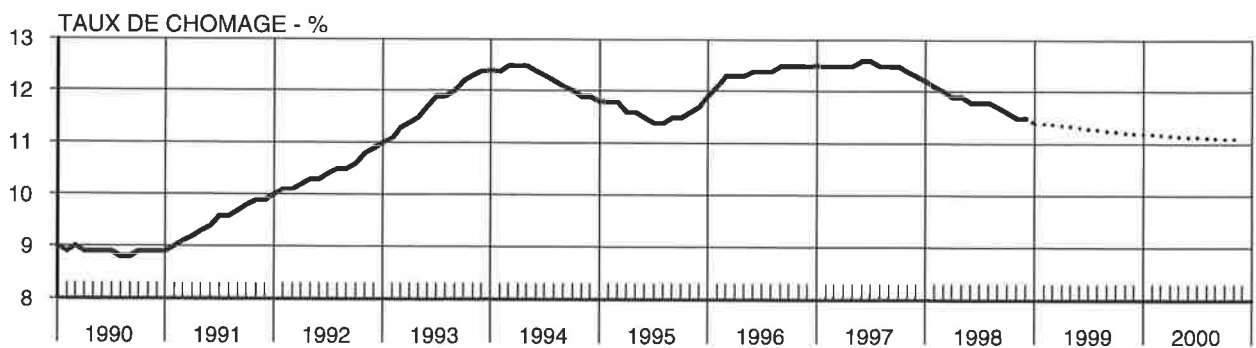
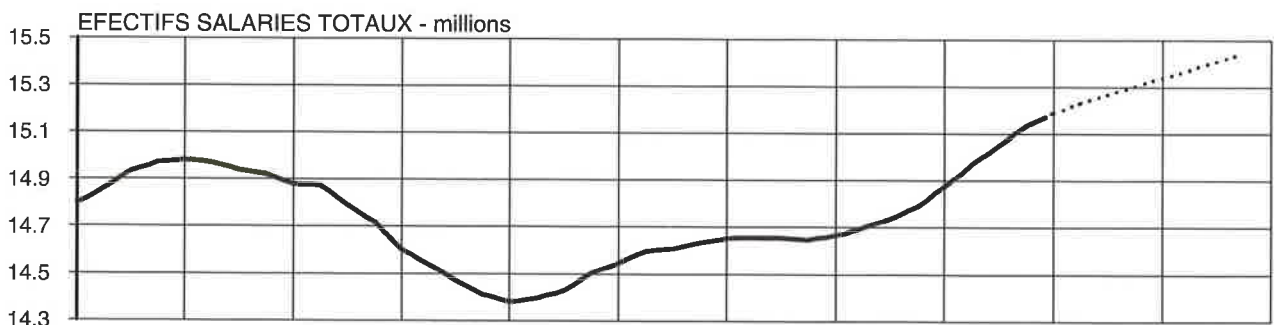
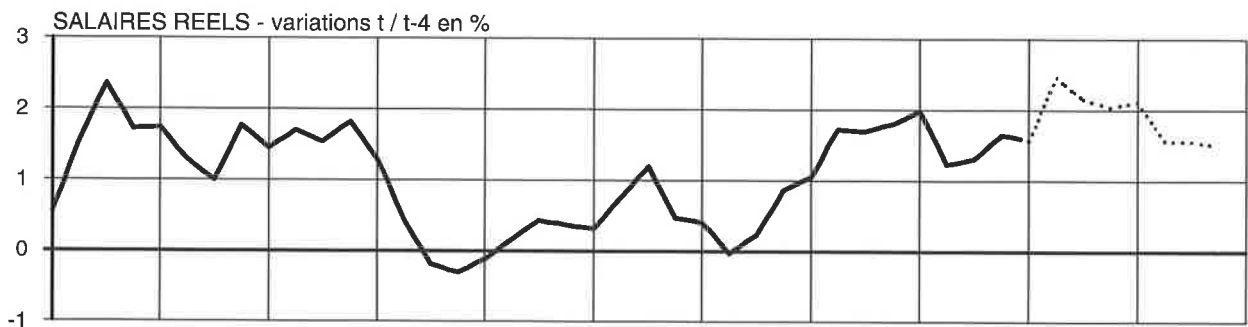
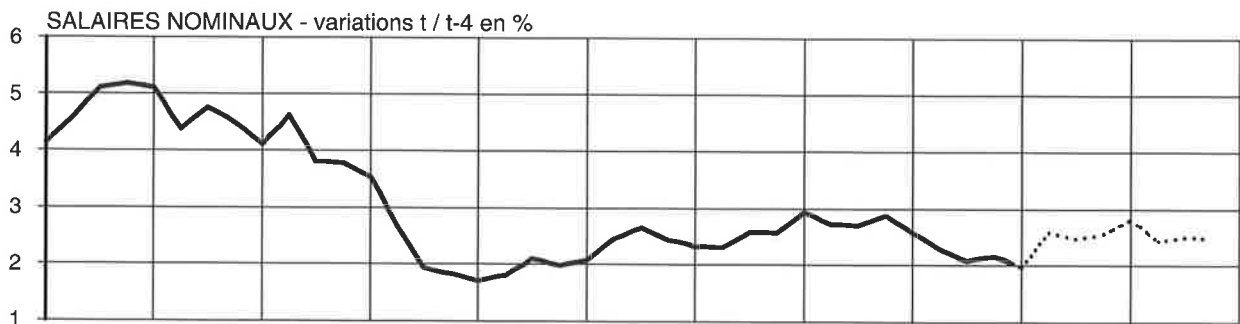
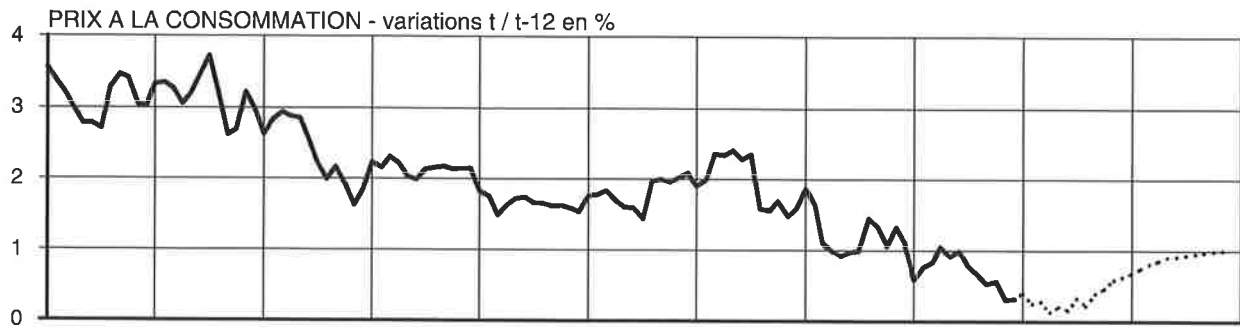
Le taux d'épargne des ménages est élevé

Éléments du compte des ménages (taux de croissance annuel en %)

	1997	1998	1999	2000
Salaires bruts	1,8	3,1	2,8	1,7
Excédent brut d'exploitation	1,5	3,9	3,1	2,8
Prestations sociales	2,1	2,5	2,7	2,5
Impôts directs	9,3	29,2*	5,1	2,4
Revenu disponible brut	2,3	3,2	2,8	2,4
Taux d'épargne brute (%)	14,6	14,4	14,3	14,2
Taux d'épargne financière (%)	7,9	7,8	7,5	7,4

* La CSG est comptabilisée dans les impôts directs

PRIX - SALAIRES - EMPLOI

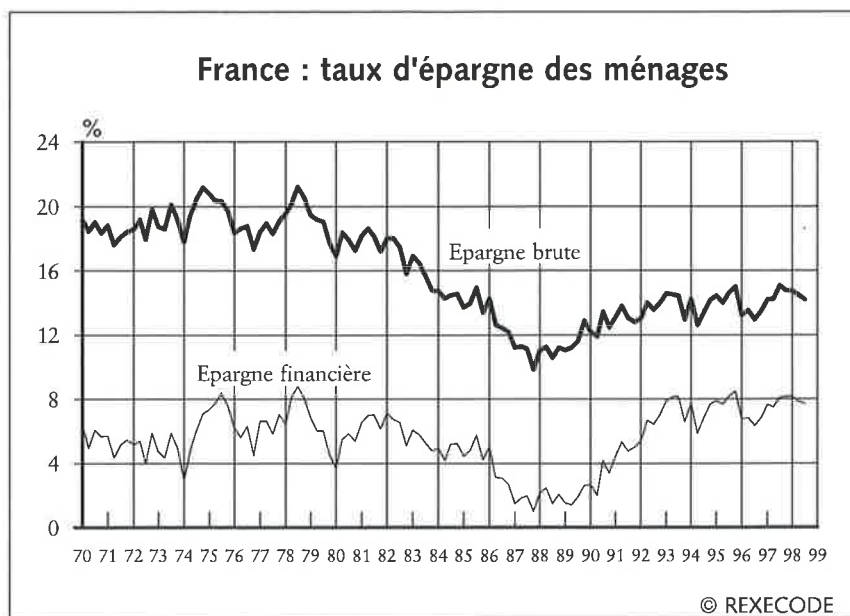


^a REXECODE

13,6 %) et d'électronique grand public. Les ménages ont en effet bénéficié de gains de pouvoir d'achat. Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut s'est accru de 3,2 % en 1998 en raison de l'amélioration du marché du travail et du ralentissement des prix. Le niveau élevé de la croissance a également entraîné une accélération de l'excédent brut d'exploitation des entreprises individuelles. En revanche, le poids des prélèvements obligatoires est resté inchangé et la baisse des taux d'intérêt a provoqué un léger ralentissement des revenus nets de la propriété et de l'entreprise.

La consommation devrait rester dynamique en 1999 et 2000, augmentant à un taux supérieur à sa tendance de long terme (2,3 %). En effet, la croissance du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages resterait soutenue : d'une part la hausse des prix serait modérée et d'autre part l'emploi continuerait de s'accroître. L'amélioration du marché du travail soutiendrait la confiance des ménages qui a atteint un niveau historiquement élevé amenant les ménages à réduire leur épargne de précaution. La baisse du taux d'épargne, amorcée au second semestre 1998 pourrait donc se poursuivre, ce qui stimulerait la consommation.

Une baisse du taux d'épargne des ménages plus forte que celle inscrite dans nos comptes est envisageable. En effet, le taux d'épargne des ménages est supérieur à 14 % depuis 1990 et n'a pas baissé comme dans les autres pays étrangers. Une baisse du taux d'épargne de 14,4 % en 1998 à 13,6 % en 2000 se traduirait alors par une plus forte croissance de la consommation (3,1 % l'an en 1999 et 2000), qui stimulerait l'activité (la croissance du PIB ressortirait à 2,3 % en 1999 et 2,5 % en



2000). Mais du fait de l'incertitude sur le financement des retraites, les ménages pourraient aussi choisir de maintenir leur taux d'épargne.

Le taux d'épargne brute fluctue autour de 14 %

Le taux d'épargne financière des ménages diminue suite à la reprise de l'investissement logement. En effet, la baisse des taux d'intérêt, renforcée en 1998 dans le secteur des prêts immobiliers par la concurrence bancaire, les incitations fiscales (mesures « Périssol », réduction des « frais de notaires »), ainsi que les gains de pouvoir d'achat ont stimulé l'investissement en logement des ménages. L'investissement devrait rester soutenu au moins jusqu'au troisième trimestre 1999 (le dispositif Périssol prenant fin au 31 août 1999, mais étant relayé par d'autres mesures) suite à la forte hausse des permis de construire enregistrés au quatrième trimestre 1998 qui s'est prolongée en janvier 1999 (dernier point connu).

Le coût salarial unitaire est proche de l'inflation sous-jacente

Prix-salaires (taux de croissance annuel en %)				
	1997	1998	1999	2000
Prix du PIB	0,9	0,8	0,9	0,9
Prix de détail	1,2	0,7	0,3	0,9
Taux de salaire horaire	2,8	2,2	2,2	2,5
Coût salarial unitaire	0,4	0,2	0,9	0,7

France

	1997	1998	1999	2000
I - Ressources-emplois (volume)	<i>Variations sur la période précédente (% taux annuel)</i>			
PIB	2,3	3,2	2,1	2,2
PIB marchand	2,5	3,5	2,2	2,2
Demande interne stocks compris	0,9	3,7	2,5	2,5
Demande interne hors stocks	0,8	3,3	2,8	2,5
Consommation privée	0,9	3,8	2,8	2,5
Consommation publique	1,2	1,1	1,6	1,8
FBCF totale	0,3	4,1	3,9	3,2
logement	-0,6	1,3	4,6	3,1
productif	0,1	6,0	4,2	3,9
administrations publiques	0,2	2,1	2,1	1,1
Exportations de biens et services	12,6	6,3	2,7	4,2
Importations de biens et services	8,0	8,0	3,9	5,3
II - Evolutions nominales				
PIB	3,2	4,1	3,0	3,1
Exportations de marchandises	14,4	6,3	0,5	4,4
Importations de marchandises	9,4	7,3	0,8	6,0
Déflateur du PIB	0,9	0,8	0,9	0,9
Prix de détail	1,2	0,7	0,3	0,9
Salaire mensuel de base	2,2	1,8	2,0	2,2
Taux de salaire horaire	2,8	2,2	2,2	2,5
III - Marché du travail				
Emploi salarié marchand	0,7	2,0	1,4	0,9
Taux de chômage au sens du BIT (%)	12,5	11,8	11,3	11,1
Productivité horaire	2,3	2,0	1,3	1,8
Durée annuelle du travail	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5
IV - Comptes d'agents				
Coût salarial horaire	2,9	2,2	2,2	2,5
Coût salarial unitaire	0,4	0,2	0,9	0,7
Déflateur du PIB marchand	0,9	0,6	0,7	0,7
Ratio déflateur du PIB/coût salarial unitaire (base 100=1994)	100,8	101,2	101,1	101,0
Taux de marge des SQS (en %)	32,0	32,0	32,0	32,0
Pouvoir d'achat du RDB des ménages	2,3	3,2	2,8	2,4
Taux d'épargne brute des ménages (en %)	14,6	14,4	14,3	14,2
Déficit public (en % du PIB)*	-2,9	-2,9	-2,7	-2,8
V - Solde extérieur en valeur				
		<i>Moyenne sur la période</i>		
Balance commerciale FAB-FAB en mrds F (taux annuel)	166	162	158	138
Balance courante en mrds F (taux annuel)	233	231	233	214
Balance courante en mrds \$ " "	40,0	39,1	39,5	38,9
VI - Taux d'intérêt (%)				
Euribor à 3 mois	4,8	3,9	2,9	2,7
Obligations d'Etat à 10 ans	5,6	4,6	4,1	3,7
VII - Taux de change				
1 euro = ... \$	1,13	1,12	1,11	1,19
1 \$ = ... FF**	5,8	5,9	5,9	5,5

* au sens de la comptabilité européenne ** taux de change implicite

La réduction spontanée du déficit public sera limitée

Malgré la reprise économique, le déficit des administrations publiques s'est légèrement accru en 1998 (243 milliards de francs contre 239 en 1997) représentant 2,9 % du PIB. Si les recettes de l'Etat ont été supérieures de 73 milliards de francs à celles qui avaient été anticipées dans la loi de finance initiale pour 1998, le déficit budgétaire n'a été réduit que de 10 milliards. Ainsi, le déficit budgétaire de l'Etat ressort à 3 % du PIB en 1998. Par ailleurs, le déficit des administrations de sécurité sociale s'est amplifié, atteignant 0,2 % du PIB.

Dans le projet de loi de finance initiale pour 1999, le déficit de l'ensemble des administrations publiques serait ramené de 2,9 % en 1998 à 2,3 % en 1999. Or ce projet est établi sur des hypothèses optimistes : croissance en volume du PIB de 2,7 % associée à une hausse des prix

Eléments du compte des administrations publiques				
	1997	1998	1999	2000
<i>(milliards de francs)</i>				
Solde primaire	68	74	66	51
Charges d'intérêt	307	317	304	300
Capacité de financement	-239	-243	-239	-250
<i>(% du PIB)</i>				
Solde primaire	0,8	0,9	0,8	0,6
Charges d'intérêt	3,8	3,8	3,5	3,3
Capacité de financement (norme européenne)	-2,9	-2,9	-2,7	-2,8

du PIB de 1,1%, progression de la masse salariale de 4,3 % et des dépenses maladies de 2,6 %. Dans notre scénario où la croissance du PIB se modérerait à 2,3 % ou moins en 1999, le besoin de financement public, établi selon les règles de la comptabilité européenne, risque d'atteindre 2,7 % du PIB en 1999. Aussi, en 1999, comme en 2000, le poids de la dette publique (58,2 % du PIB en 1998) continuerait-il de progresser.

Le besoin de financement des administrations publiques est stabilisé un peu au-dessous de 3 % du PIB

