

Débat sur les perspectives

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

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

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

Participants au débat sur les perspectives à court terme du 8 octobre 1998

Michel Aglietta : CEPII

Patrick Artus : Caisse des Dépôts et Consignations

Jean-Paul Fitoussi, Philippe Sigogne, Gérard Cornilleau, Olivier Passet, Christine Riffart, Henri Sterdyniak : OFCE

En quoi la crise affectera-t-elle les perspectives de croissance de la plupart des régions du monde ?

Michel Aglietta : D'abord une impression générale sur les textes de la prévision de l'OFCE : la différence entre le début et la fin, c'est-à-dire entre la partie internationale et la partie française, est extraordinaire. On pourrait la résumer par : « il était une fois un monde crépusculaire où le dynamisme s'éteignait; toutefois au milieu de la désolation brillait étrangement un eldorado appelé France ».

Dans la conjoncture actuelle de risque systémique, de montée des incertitudes et de perte de confiance des agents, il faudrait changer de méthode : non pas dire « voilà ce qui va se passer », mais poser des alternatives, faire des analyses et en tirer les conséquences.

Jean-Paul Fitoussi : Oui, les incertitudes sont très fortes aujourd'hui; il aurait fallu marquer davantage les alternatives.

Patrick Artus : Effectivement, le texte France aurait pu être écrit il y a trois mois : on y souligne que l'emploi, l'investissement etc. vont bien, alors que les indicateurs conjoncturels actuels montrent des signes de ralentissement.

Le texte international est remarquable et je suis en accord avec l'essentiel; cinq points devraient néanmoins être actualisés ou complétés :

- l'appréciation selon laquelle les banques centrales ne font pas grand chose;
- la situation des banques commerciales : il existe aujourd'hui un risque de *credit crunch* (y compris en France);
- la violente montée du taux d'épargne américain;
- l'évolution du dollar : l'analyse est trop rapide;
- l'effet euro : il existe déjà un effet euro sur les marchés obligataires. Les flux nets des non résidents sur le marché américain

s'effondrent depuis six mois et le retour des capitaux des pays émergents est réparti entre les Etats-Unis et l'Europe.

Michel Aglietta : Encore quelques indications d'ambiance, sur l'ampleur des incertitudes. La volatilité anticipée des marchés est partout à son sommet (changes, actions, obligations). L'élément nouveau, qui renvoie au débat sur la réaction des banques centrales, concerne l'incertitude sur les taux courts; leur volatilité étant devenue plus forte, il existe des interrogations sur l'orientation des politiques monétaires.

Les Etats-Unis

Michel Aglietta : La prévision de l'OFCE (0,5 % de croissance) est très pessimiste. Elle l'est davantage que celle de la FED, pour laquelle les rythmes de croissance passeraient de 2-2,5 % fin 1998 à 1,5-2 % en 1999.

Jean-Paul Fitoussi : Une prévision pessimiste suppose que la situation des Etats-Unis soit rétive à toute politique économique. Or il existe des marges de manoeuvre considérables, tant pour la politique budgétaire que pour la politique monétaire. Et l'histoire de la régulation aux Etats-Unis montre que les gouvernements n'hésitent jamais à les utiliser. Pour faire une prévision pessimiste sur la croissance américaine en 1999, il faudrait dire les raisons pour lesquelles des obstacles nouveaux empêcheraient la politique économique d'être efficace.

Patrick Artus : La croissance américaine devrait être plus forte pour quatre raisons :

- les Etats-Unis sont une économie de services; or on peut avoir une récession industrielle sans récession globale;
- la désinflation va se poursuivre et permettre des hausses de pouvoir d'achat et de consommation;
- les marges de manoeuvre budgétaires sont importantes;
- les effets patrimoniaux sur la baisse de la consommation sont trop marqués dans la prévision de l'OFCE; la hausse du taux d'épargne, due aux effets-richeesse, ne peut-être aussi forte, au regard du niveau du patrimoine détenu par les ménages.

Michel Aglietta : La politique économique américaine peut-elle être paralysée? L'engagement des banques est très important; s'il existait des pertes non couvertes ou non visibles aujourd'hui, les bilans bancaires se dégraderaient. Il y aurait alors *credit crunch*;

les financements privés deviendraient chers. Il est vrai qu'actuellement les taux d'intérêt obligataires ont baissé mais les *spreads* (entre titres publics et privés) ont augmenté. On aurait alors une réaction atypique du crédit au secteur privé, qui pourrait contre-carrer une influence budgétaire limitée au jeu des stabilisateurs automatiques, car il est peu probable que le Congrès cautionne une politique budgétaire discrétionnaire et ouvertement expansionniste, hormis déflation franche. On sait par ailleurs qu'une détérioration des bilans bancaires entrave fortement l'effet expansif de la politique monétaire tant que la situation financière n'est pas redressée. Donc, pour anticiper un fort ralentissement de l'économie américaine, il faut se fonder sur une situation où la politique monétaire est neutralisée par la dégradation des bilans bancaires; les banques, paralysées, feraient du *credit crunch* pour reconstituer leur capital.

Patrick Artus : Existe-t-il une dégradation de la situation des banques d'ampleur telle qu'il y ait *credit crunch*? Dans les écarts de taux actuels, une partie est transitoire et se corrige déjà; l'autre vient de l'attrait pour les papiers publics : l'écart s'amplifie alors, non par dégradation de la qualité des émetteurs privés mais par attrait des papiers publics.

Il ne faut pas surestimer la gravité actuelle de la situation bancaire. De plus, deux facteurs sont stabilisants : d'une part les entreprises émettent beaucoup d'obligations et les crédits concernent surtout les particuliers; d'autre part la banque centrale crée beaucoup de liquidités. La crise actuelle n'est pas une crise de liquidités.

Philippe Sigogne : Une économie est d'autant plus fragile qu'elle est endettée, car les retournements sont vigoureux. C'est le cas de l'économie américaine (à l'inverse de l'Europe). En 1998, la situation des entreprises diffère de celle de la fin des années quatre-vingt, par l'absence d'effet boule de neige. Mais le rythme actuel n'est pas soutenable. La banque centrale a déjà tiré le signal d'alarme quant au laxisme des conditions de prêts. Aujourd'hui, le changement est net; il existe des entreprises qui ne trouvent pas de financements ou des financements trop chers. En ce qui concerne les ménages, bien sûr les effets-richesse n'expliquent pas l'effet anticipé sur la consommation et le PIB; mais à l'horizon de 1999, nous intégrons aussi les effets induits d'une dépréciation boursière qui se prolongerait. Le consensus actuel sur la croissance américaine étant trop optimiste, la déception sur les profits des entreprises déprimera davantage la Bourse. La baisse des taux d'intérêt que nous avons anticipée (2 points) traduit une politique économique passive, comme celle d'ailleurs de l'Etat, qui laisserait jouer les stabilisateurs automatiques, sans

aller au-delà. Les écarts de prévision tiennent à la datation du profil : nous considérons que l'effet-crédit sur les entreprises sera fort, du fait de la réduction de l'intermédiation et d'un endettement élevé; d'où un effet-investissement, en plus de l'effet-consommation. Le scénario habituel des décalages conduirait à une récession américaine en milieu d'année et donc à une croissance moyenne de 1-1,5 % en 1999. La faire intervenir tout de suite, à cause du retournement sur le crédit, donne un à-coup et réduit fortement la moyenne annuelle.

Michel Aglietta : L'analyse doit intégrer aussi les effets-revenus (et pas seulement les effets-richeesse) : on sait que beaucoup de revenus dépendent de profits; dans quelle mesure la baisse de ceux-ci peut-elle réduire la consommation? Ou bien l'activité dans les services joue-t-elle un rôle stabilisateur?

Henri Sterdyniak : L'effet-richeesse calculé par l'OFCE tient compte de l'écart entre les plus-values réalisées jadis et les moins-values réalisées aujourd'hui. Dans le passé en effet, la consommation a été soutenue par les plus-values réalisées. D'où l'effet inverse, marqué, dans notre prévision.

Les Bourses et les marchés financiers

Patrick Artus : La prévision de l'OFCE se fonde sur la poursuite d'un recul boursier, dû à une compression des profits. Mais les flux de placements à long terme ne s'interrompent pas; où vont-ils alors aller? Désertant les marchés émergents et confrontés à de bas taux d'intérêt sur les marchés obligataires (ce qui réduit le rendement), ils vont probablement revenir sur les flux d'actions. C'est pourquoi on ne peut anticiper de débâcle boursière ni de repli des émissions des entreprises. Le rythme de collecte de l'épargne longue ne se tarit en effet pas, et les emprunts publics ne se développent pas. Le besoin de papier long reste donc énorme.

Philippe Sigogne : Beaucoup de fonds restent liquides dans la situation actuelle.

Patrick Artus : Cela a des limites. D'autant que la meilleure tenue de la Bourse américaine par rapport à l'Europe tient à ses règles internes : la Bourse est alimentée automatiquement par les fonds de pension, qui achètent des actions, même si les profits des sociétés américaines cotées stagnent.

Michel Aglietta : Cette logique est celle d'une bulle permanente, puisque les cours seraient détachés des profits !

Patrick Artus : Disons plutôt que les chocs de profits sont lissés, amortis.

Michel Aglietta : Dans cet esprit, la hausse des profits inscrite dans les cours boursiers depuis 1994 est excessive.

Patrick Artus : Oui, c'est un effet démographique et institutionnel.

Michel Aglietta : Mais le retour du réel et des conditions de rentabilité ?

Patrick Artus : Les fonds de pension n'ont pas un horizon d'un, mais de vingt ans. Une baisse des profits à court terme n'est pas trop inquiétante.

Henri Sterdyniak : Comment expliquer alors la fluctuabilité des Bourses ?

Patrick Artus : Les investisseurs structurels à long terme ont peu de choix, d'où l'amortissement des chocs boursiers. En ce sens l'Europe est très différente des Etats-Unis car les facteurs stabilisants y sont moindres.

Henri Sterdyniak : La situation des flux d'épargne longue qui veulent se placer, dans un contexte de baisse de rentabilité obligataire, va-t-elle évoluer vers une tendance vertueuse de baisse de la rentabilité réelle et de baisse tendancielle des taux de profits (les investissements moins rentables sont acceptés, les exigences des fonds de pensions sont moins fortes) ? Ou bien ira-t-on vers un blocage de la croissance, où, les opérateurs restant liquides tant que les profits sont jugés trop faibles, les entreprises ne peuvent plus investir ?

Patrick Artus : Le premier scénario est celui des Etats-Unis, où l'achat d'actions est en partie contraint et stabilise donc le marché. Le second est celui de l'Europe, marché de diversification pour les investisseurs anglo-saxons. D'autant qu'en Europe, ceux qui intermédièrent l'épargne longue ont le choix de la structure de leurs placements. D'où le recul plus grand en Europe.

Philippe Sigogne : Les Etats-Unis ont certes diversifié leurs placements vers l'Europe et se retirent actuellement, réagissant ainsi au risque européen. Mais les capitaux reviendront lorsque la récession américaine se produira. Les fondamentaux européens seront alors meilleurs qu'outre-Atlantique.

Patrick Artus : Les entreprises américaines ont les rendements souhaités par les investisseurs institutionnels. Ce n'est pas le cas en Europe.

Henri Sterdyniak : Quelle est la répartition des portefeuilles à l'échelle mondiale ? Les taux d'épargne sont élevés en Europe et au Japon, et bas aux Etats-Unis. On a une situation paradoxale où l'Asie détient massivement des titres publics américains, où les américains interviennent sur les Bourses européennes, et où les européens s'orientent vers les titres de la dette publique. Les institutions financières des trois pôles mondiaux ont-elles les mêmes comportements, ou bien ont-elles des conceptions différentes d'aversion pour le risque, de préférence nationale etc. ? Quel est le fondement théorique du choix constant des américains pour les placements les plus rentables et les plus risqués ?

Patrick Artus : Les fonds américains ont des exigences de rendement plus fortes qu'en Europe et qu'au Japon, d'où les différences et les interrogations. Au regard des balances de paiements, ce sont les européens et les japonais qui devraient investir aux Etats-Unis ; cela s'est effectivement produit pour le Japon, mais à l'inverse, les capitaux longs américains viennent en Europe, d'où les flux gigantesques de capitaux courts bancaires qui vont de l'Europe vers les Etats-Unis.

Jean-Paul Fitoussi : S'il y a retour sur terre des exigences de rentabilité, l'ajustement actuel pourrait permettre de repartir avec des flux normaux d'investissement, à rentabilité moindre.

Gérard Cornilleau : L'évolution des marges s'explique assez bien à partir de l'économie réelle. On a peut-être eu l'illusion que les investisseurs financiers avaient un pouvoir absolu sur les entreprises. Il n'est pas exclu que les profits se réduisent au fur et à mesure que le chômage diminue et que les salaires augmentent. Un partage du revenu plus favorable à la croissance pourrait en résulter.

Patrick Artus : Depuis 1993-1994, les placements ont rapporté à peu près autant à Wall Street, sur le NASDAQ et en Asie du Sud-Est. Or les risques étaient différents. Ceci va-t-il être rompu par la crise ? Les rentabilités passées ne correspondent pas à l'équilibre de long terme ; quelles seront la vitesse et les modalités de la réduction ?

Jean-Paul Fitoussi : Si l'on acceptait une rentabilité plus faible, la baisse des actifs prendrait fin. Or on a cherché récemment à maintenir artificiellement la rentabilité en laissant la valeur des actifs s'écrouler.

Philippe Sigogne : Les fonds de pension, en 1994, à mesure qu'ils réalisaient des plus-values et que leurs avoirs augmentaient, ont réduit leurs appels de cotisations. Si les Bourses baissent, une partie seulement sera compensée par le marché obligataire, mais pour le reste les appels devraient être plus importants, d'où une ponction sur le revenu réel.

Patrick Artus : Ce n'est qu'en partie vrai. Les fonds de pension fonctionnent de plus en plus par des contributions déterminées et non pas définies par les profits.

La croissance européenne

Henri Sterdyniak : La prévision en Europe est confrontée à deux feux : la crise financière d'une part, et d'autre part les éléments réels tels que l'emploi, la consommation etc., qui se portent bien. Dans l'évolution récente des enquêtes de conjoncture, il est difficile de faire la part du pessimisme et du sentiment réel des entreprises sur leur propre situation.

Philippe Sigogne : L'écart Europe/OCDE n'est pas exceptionnel. Les différences tiennent au calendrier du cycle et aux niveaux d'endettement de départ.

Gérard Cornilleau : La prévision n'est pas identique à celle d'il y a trois mois, car à cette époque, on aurait pu prévoir une croissance sous-jacente de 4 % pour la France. L'Europe peut désormais croître plus vite que les Etats-Unis, à l'inverse des années quatre-vingt-dix. La politique économique européenne n'est plus hypothéquée par les critères de Maastricht.

Patrick Artus : Autre différence avec 1994 : les taux d'intérêt longs sont très bas et ont peu de chance de remonter.

Michel Aglietta : Il y a donc des hypothèses implicites dans la prévision sur le fonctionnement de l'Union monétaire. Les taux d'intérêt à long terme vont rester bas. L'euro va fortement monter.

Philippe Sigogne : C'est effectivement la logique de la prévision et de la variante qui suppose une baisse encore plus prononcée du dollar.

Patrick Artus : Les élasticités de la croissance au dollar dans le modèle Mimosa sont fortes, et supérieures au consensus. Une baisse de 5 % du dollar réduit le PIB européen d'un demi-point. Mais on

est actuellement dans une phase de baisse marquée du dollar, et il faudrait en tenir compte dans la prévision de l'OFCE.

Michel Aglietta : La logique de l'OFCE est : en 1994-1995, la baisse du dollar a conduit à une hausse des taux d'intérêt en Europe, ce qui a bloqué la reprise, à cause de la réaction des banques centrales dans les pays où les monnaies baissaient contre le mark. En 1998-1999, la baisse du dollar n'est pas incompatible avec le maintien de taux d'intérêt bas, dès lors que les tensions entre monnaies nationales ont disparu. Cela traduit donc une autonomie accrue de l'Europe, donc un avantage de l'UEM. On a une robustesse interne remarquable.

Patrick Artus : Deux questions se posent pour l'Europe. La BCE réagira-t-elle à un dollar faible? Quel est l'ampleur du risque auto-réalisateur des grandes entreprises, très pessimistes actuellement?

Le Japon

Patrick Artus : Que dire des programmes récents? On peut avoir le sentiment que leur impact sera aussi faible que celui des précédents. Sur le plan budgétaire, l'ancien programme ne s'est pas traduit par des dépenses effectives; dans quelle mesure le nouveau le sera-t-il? On peut estimer qu'un quart sera mis en œuvre, soit 0,7 point de PIB. Sur le plan bancaire, des lois sont adoptées pour la recapitalisation, mais sans que soient précisées les conditions du financement public. Or comment évaluer la valeur des banques, le prix des immeubles etc.? Même en ce qui concerne le niveau des ratio Cooke, on peut s'interroger. Par ailleurs, certains parmi les politiques, pensent qu'il faut éviter de creuser les déficits publics aujourd'hui, pour des raisons démographiques; il faudrait même obtenir des excédents, en prévision des besoins de financement des retraites de demain. Or, faire actuellement de la relance budgétaire et recapitaliser les banques pourraient conduire à un déficit public de 8 à 10 points du PIB! C'est peu crédible. Le risque est donc que les japonais se limitent à des effets d'annonce, ou bien qu'ils redévoient des dépenses, sans les augmenter significativement.

Olivier Passet : Mais les impulsions publiques n'ont pas été fictives dans le passé : on voit l'effet des cinq relances dans les comptes nationaux.

Patrick Artus : L'investissement public n'est pas fictif mais modéré, de l'ordre du tiers ou du quart de l'annonce. D'autant que les besoins réels d'investissements publics sont réduits, après les efforts réalisés en 1994-1995. L'injection nette d'argent public reste faible, après redéploiement des dépenses publiques.

Olivier Passet : On voit pourtant bien les renouvellements et les programmes nouveaux.

Patrick Artus : La recapitalisation des banques se fera lentement, pour trois raisons. D'abord, la recapitalisation de LTCB (*Long Term Credit Bank*) se fera peut-être au début de 1999, et pour un montant encore incertain. D'autre part, la situation effective des banques reste controversée : il y a des incertitudes sur le prix des actifs pris en compte (notamment immobiliers), et sur l'ampleur des créances jugées douteuses. Enfin, quelle sera la réaction des politiques face aux banquiers ?

Michel Aglietta : Les politiques de relance limitées et de résolution des faillites au coup par coup valent lorsque les ruptures restent limitées. Actuellement, le problème est plus général : les relances budgétaires auraient moins d'effet qu'auparavant car l'économie privée s'est massivement affaiblie. Il y a simultanément une trappe à liquidité et un effet richesse : les prix des actifs baissent depuis huit ans, les ménages ne dépensent pas et les banques font du *credit crunch*. Le crédit baisse et la masse monétaire monte. L'économie est paralysée et les outils macroéconomiques ne fonctionnent plus. La baisse du yen ne fonctionne pas non plus car elle entraîne une modification des créances en yen des banques ; contraintes alors de provisionner, elles font du *credit crunch* au fur et à mesure que le yen diminue.

Patrick Artus : Les banques ayant des crédits en dollars, la baisse du yen aggrave le *credit crunch*.

Michel Aglietta : Il y a eu un changement notable d'anticipations sur le yen : depuis juin une appréciation est envisagée.

Les PECO seront-ils épargnés ?

Michel Aglietta : Oui pour plusieurs raisons : premièrement les PECO ont peu de relations directes avec la Russie (sauf la Pologne avec l'Ukraine). Deuxièmement, des ajustements de change récents ont été opérés. Troisièmement, ils n'ont pas de dettes internes impor-

tantes, et les dettes externes, lorsqu'elles existaient, ont été rééchelonnées. Quatrièmement, beaucoup d'investissements directs étrangers (d'implantations, donc pérennes) ont été réalisés.

Les PECO subissent néanmoins une certaine pression, en particulier sur le change. C'est tout particulièrement le cas en République tchèque, qui a simultanément des rigidités salariales et une appréciation du change réel qui pénalise le secteur exposé. A l'inverse, la Pologne en 1995 avait réagi au gonflement de son déficit courant par une politique des revenus efficace.

Patrick Artus : Oui, les PECO diffèrent fortement de l'Asie. Deux éléments supplémentaires peuvent être ajoutés à ce qui vient d'être dit. On ne peut pas spéculer contre le zloty par exemple. Et si la République tchèque va mal, c'est essentiellement lié à des raisons internes, notamment les hésitations dans le processus de privatisation.

Effectivement en Pologne, des inquiétudes existent du fait de relations importantes avec l'Ukraine, mais dont on mesure mal l'ampleur. Néanmoins, le déficit courant est largement financé par des investissements directs, non pas de délocalisation mais destinés au marché local.

L'Amérique latine

Patrick Artus : Il faudrait développer l'analyse de la situation brésilienne. L'urgence financière a été réglée par le FMI. Mais demeurent deux questions : d'abord les taux d'intérêts sont excessifs et rendent la dette (qui représente 45 % du PIB et dont la moitié environ est empruntée à taux variables) explosive pour le déficit public; les taux d'intérêt devraient donc être réduits très vite. D'autre part, la monnaie est surévaluée; il faudrait donc la laisser se déprécier pour promouvoir les exportations, mais sans provoquer d'anticipations négatives, c'est-à-dire sans à-coups sur les taux d'intérêt, ce qui est difficile.

Michel Aglietta : Les problèmes se concentrent sur les taux d'intérêt. Une consolidation à l'italienne a été annoncée, suffisamment forte pour que la confiance soit restaurée et que les taux baissent. L'aide du FMI devrait contribuer à ce même objectif.

Jean-Paul Fitoussi : Il y a des risques de contagion forte sur l'Argentine.

Patrick Artus : Les risques sont surestimés; l'Argentine est une économie fermée : les exportations représentent 6 % du PIB seulement.

Michel Aglietta : Mais le système de *currency board* reste nocif. S'il y a repli externe et contraction de liquidité interne, les sorties de capitaux qui en découlent ont des effets internes en retour. Par exemple, l'Argentine avait subi les contrecoups de la crise mexicaine de 1995.

Patrick Artus : Il y a effectivement un risque financier, mais le risque sur la croissance est moins grand.

Christine Riffart : La surévaluation du réal brésilien n'est pas le problème majeur. La désinflation actuelle est telle qu'à moyen terme le problème peut être résolu. Mais cela suppose qu'il n'y ait pas de crise à court terme.

La France

Jean-Paul Fitoussi : Que peut-on dire de l'emploi en France en 1999 ?

Gérard Cornilleau : Il y a des incertitudes. Mais la révision en hausse de la croissance de 1998 vient des fortes créations d'emplois. En 1999, y aura-t-il retournement ou consolidation de l'intérim ? Nous pensons consolidation.

Patrick Artus : Le cycle PIB/emploi est désormais plus marqué du fait de l'intérim.

Jean-Paul Fitoussi : L'ajustement passé des effectifs conduit à un cycle de productivité plus fort. C'est déjà vrai en 1998 ; avec 2,7 % de croissance en 1999, pourquoi crée-t-on autant d'emplois ?

Gérard Cornilleau : Au delà des effets de moyenne et glissement, l'incertitude n'est pas centralement sur l'emploi mais sur la croissance.

Michel Aglietta : Le cycle de productivité est altéré par plusieurs processus : la flexibilité et un lien production/main d'œuvre plus fort dans les services.

Patrick Artus : Si l'on examine l'investissement, il faudrait regarder l'aspect technologique. Celui-ci représente la moitié de l'investissement américain et moins de 10 % en France. Or il est moins cyclique car sa durée de vie est plus courte.

Philippe Sigogne : C'est un aspect réversible : les cycles peuvent en être accrus au contraire.

Gérard Cornilleau : Sur les 35 heures, la prévision s'est fondée sur la comptabilité des accords. Actuellement, un peu plus de 250 000 salariés sont concernés, si l'on consolide les accords avec ceux de la loi De Robien. Des incertitudes demeurent cependant sur les règles des heures supplémentaires et sur la loi de 1999. Il est évidemment très difficile d'extrapoler l'extension du passage aux 35 heures à partir des données disponibles.

Patrick Artus : Mais les incertitudes sur la validation des accords déjà négociés et le risque que la loi de 1999 entre en contradiction avec des accords déjà signés bloquent la situation.

Gérard Cornilleau : L'ambiguïté sur les heures supplémentaires réside dans le fait que cela relève du domaine du droit du travail.

Par ailleurs on n'observe pas de blocage salarial en l'attente des 35 heures. Le ralentissement des salaires nominaux vient surtout du fait que les partenaires ont intégré la désinflation supplémentaire. Le salaire réel continue de croître. La plupart du temps, les accords signés préservent le salaire nominal et comportent une modération future. Les dernières perspectives des directeurs de ressources humaines indiquent même un léger redémarrage des salaires.

Le point d'arrivée demeure cependant incertain. Il semble en outre que l'on ait, comme pour la loi De Robien, un écart marqué entre les PME, plus pragmatiques, et les grandes entreprises, qui restent réticentes. En décembre 1998, on devrait avoir une accumulation d'accords, car l'aide sera dégressive ensuite. Ce sera donc un test important.

Jean-Paul Fitoussi : Le budget pour 1999 est-il assez ambitieux ?

Patrick Artus : Il y a deux questions : d'abord que fera le gouvernement si la croissance est inférieure à celle prévue et donc le déficit plus fort ? Il semble que l'on laisserait jouer les stabilisateurs automatiques.

Sur les réformes structurelles, il ne semble pas qu'il y ait de débat majeur. Tout le monde est d'accord sur la réforme de la taxe professionnelle. Pour l'année prochaine, on attend la réforme de l'assiette des cotisations sociales employeurs.

Henri Sterdyniak : Le budget est pratiquement neutre en terme d'impulsion budgétaire.

Jean-Paul Fitoussi : Quel est l'impact des évolutions boursières sur l'investissement et la consommation en France ?

Michel Aglietta : Les comportements des ménages sont les mêmes qu'ailleurs; mais la détention de titres étant plus faible, l'effet est moindre.

Patrick Artus : La part des non-résidents en Bourse diffère fortement. En France, ils représentent 40 % environ de la capitalisation boursière. Le marché domestique, rapporté au PIB, est dans un rapport de 1 à 6 entre la France et les États-Unis. La structure de la population qui détient des titres diffère aussi beaucoup. La crise financière n'a pas bloqué les investissements car les entreprises utilisent peu la Bourse pour financer les investissements; par contre, les opérations de restructuration ont été totalement bloquées : acquisitions, échanges de blocs et introductions au nouveau marché. Les petites entreprises de haute technologie sont très pénalisées.