

N° 71

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 1999-2000

Annexe au procès verbal de la séance du 16 novembre 1999.

RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

au nom de la délégation du Sénat pour la planification (1)
sur les perspectives macroéconomiques à moyen terme (1999-2004),

Par M. Joël BOURDIN,
Sénateur.

(1) Cette délégation est composée de : MM. Joël Bourdin, *président* ; Serge Lepeltier, Marcel Lesbros, Georges Mouly, Jean-Pierre Plancade, *vice-présidents* ; M. Roger Husson, Mme Odette Terrade, *secrétaires* ; M. Pierre André, Mme Janine Bardou, MM. Michel Charzat, Patrick Lassourd, Henri Le Breton, Daniel Percheron, Roger Rinchet, Alain Vasselle.

Prévisions et projections économiques - Chômage - Consommation - Croissance potentielle - Déficit public - Dépenses de santé - Dette publique - Dollar - Echanges extérieurs - Economie mondiale - Emploi - Etats-Unis - Finances sociales - Fonction publique - Inflation - Investissement - Modèles macroéconomiques - Nouvelles technologies - Politique budgétaire - Population active - Productivité - Réduction de la durée du travail - Taux de change - Taux d'intérêt.

PRESENTATION

A PROPOS DES MODELES ET DES PROJECTIONS MACROECONOMIQUES

Considérant qu'une assemblée parlementaire ne saurait négliger les moyens modernes d'analyse et de prévision -par ailleurs largement utilisés par le Gouvernement- le Sénat a souhaité, dès le début des années 1980, compléter son information par l'utilisation de **modèles** macroéconomiques.

Pour ce faire, il a confié à son Service des Etudes la tâche de **commander** des projections réalisées à partir de modèles à des organismes publics - Direction de la Prévision et Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE) - dans un premier temps ; puis, prenant acte des difficultés croissantes de collaboration avec ceux-ci, à des instituts « indépendants » tels que le Centre d'Observation Economique (COE) de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris, ou à l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE).

Le choix de passer commande à un organisme extérieur, de préférence à l'utilisation et l'exploitation directes d'un modèle par le Sénat, obéit à la fois à des considérations de bonne gestion des deniers publics et au souci de garantir l'**indépendance** scientifique de ces travaux.

Depuis qu'elle a été créée par la loi du 29 juillet 1982 portant réforme de la planification, il est revenu à la Délégation pour la Planification, eu égard à sa vocation prospective, de présenter la synthèse de ces travaux de projection et de simulation et de les soumettre chaque année au Sénat, au moment de la discussion budgétaire.

Il convient de souligner que, ce faisant, le Sénat a contribué de manière remarquable à l'animation du débat public en macroéconomie.

Certes, l'utilisation de modèles macroéconomiques ne fournit qu'un éclairage parcellaire des discussions de politique économique auxquelles donne lieu le vote d'une loi de finances. De même, l'instabilité croissante des comportements économiques, accentuée par la globalisation financière, altère profondément la **probabilité** de réalisation des scénarios décrits par des projections macroéconomiques.

Ainsi la Délégation pour la Planification ne prétend-elle pas, en présentant ces travaux, fournir une **prévision** et, encore moins, une évolution **probable** de l'économie française.

Une projection ne constitue en effet qu'une **prolongation du passé** et, de ce fait, qu'une **extrapolation** des tendances en cours.

➤ Mais c'est précisément dans l'analyse de ces tendances que réside l'intérêt d'une projection, car elle permet ainsi de **mettre en lumière** les questions et les choix de politique économique. Par exemple, deux questions fondamentales se posent, aujourd'hui, à l'économie française : le redressement de la **demande interne** est-il solide et traduit-il une réelle inflexion de la tendance à l'oeuvre au cours de la première moitié des années 1990, marquée par l'atonie de la demande interne ? Les conditions de l'**offre** permettent-elles de répondre sans tensions à un redressement **durable** de la demande ? Ces questions sont notamment évoquées dans le **deuxième chapitre** et l'**annexe n° 1**, qui présentent les perspectives macroéconomiques à moyen terme pour l'économie française.

➤ Par ailleurs, une projection décrit un scénario dont la **cohérence globale** est garantie. Par exemple, l'évolution de l'emploi et du chômage affichée en projection, ou encore celle des comptes publics, est cohérente avec le rythme de la croissance. Cela permet ainsi d'apporter des éléments de réponse à des questions qui sont fréquemment posées aujourd'hui : l'accélération en cours de l'activité, si elle est durable, garantit-elle le retour au « plein-emploi » ? (cf. page 44). Ou encore, permet-elle de relâcher les contraintes budgétaires et de dégager des « marges de manoeuvre budgétaires » ? (cf. **chapitre III**).

➤ Enfin, l'utilisation des modèles en « **variante** » permet d'apprécier dans quelle mesure l'économie peut **s'écarter** de son cheminement tendanciel, suite à un « choc » de politique économique ou portant sur l'environnement international. L'année dernière, votre Délégation avait ainsi présenté des exercices permettant d'évaluer les conséquences, pour l'Union européenne, de la crise asiatique et des fluctuations du dollar. Un an après, on peut considérer que le ralentissement intervenu en Europe en 1999 correspond bien aux évaluations présentées alors¹.

La question que se posent aujourd'hui le plus fréquemment les économistes porte sur l'économie américaine : quelles seraient les conséquences d'un « atterrissage brutal » et d'une crise financière aux Etats-Unis ?

On trouvera des éléments de réponse à cette question dans le **premier chapitre** et l'**annexe n° 2**.

En favorisant ainsi la diffusion de travaux dont le degré de technicité ne facilite guère l'utilisation, votre Délégation souhaite contribuer à la compréhension des mécanismes économiques et mettre en lumière les enjeux de politique économique pour le moyen terme.

¹ Voir *Rapport d'information, Sénat n° 63, 1998-1999*

CHAPITRE I

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL A MOYEN TERME

Votre rapporteur propose dans ce chapitre quelques éléments de réflexion sur l'évolution de l'environnement international à moyen terme, dont chacun sait qu'il détermine largement les perspectives de croissance en Europe et en France.

La **première partie** est consacrée à l'analyse des prévisions de la croissance mondiale à court et moyen terme : elle s'efforce de mettre en évidence la **contradiction** entre les opportunités de croissance pour l'économie mondiale et les risques de crise financière que fait peser l'endettement extérieur des Etats-Unis, autrement dit, l'opposition qui se dessine aujourd'hui entre l'économie **réelle** et la sphère **financière**.

A l'appui de cette analyse sont présentées les simulations d'une crise financière aux Etats-Unis, élaborées à la demande de votre Délégation par le Centre d'Observation Economique (COE) à l'aide du modèle multinational Oxford Economic Forecasting (OEF).

La **deuxième partie** s'interroge sur les perspectives de croissance en Europe. La prolongation des tendances longues suffit-elle pour analyser les perspectives de croissance à moyen terme en Europe ? Quels enseignements peut-on tirer, pour l'Europe, de la forte croissance des Etats-Unis au cours des quatre dernières années ?

La **troisième partie**, enfin, s'interroge sur la possibilité de limiter les mouvements internationaux de capitaux. Cette réflexion est suscitée par les propositions récentes en faveur d'une taxation des mouvements de capitaux, ou « Taxe TOBIN » », dont votre rapporteur considère qu'elles méritent une analyse plus approfondie que les débats caricaturaux auxquels elles ont donné lieu jusqu'à présent.

I. L'ECONOMIE MONDIALE ENTRE OPPORTUNITES DE CROISSANCE ET RISQUES FINANCIERS

A. LES PREVISIONS POUR L'ECONOMIE MONDIALE : RETOUR A LA CROISSANCE ET INCERTITUDES SUR LA FIN DU CYCLE AMERICAIN

Tout exercice de prospective à moyen terme, tel que celui auquel votre Délégation se livre chaque année à la même époque, oblige à se retourner sur le passé.

L'année dernière, au sortir de la crise des pays émergents (Asie du Sud-Est, puis Russie et Brésil), l'analyse des perspectives de l'économie mondiale se déroulait sur un fond d'inquiétude, résumée dans le terme de **déflation**. Aujourd'hui, les anticipations sont généralement favorables, comme si la déflation redoutée masquait le retour de la croissance.

Trois facteurs principaux sont à l'origine de ce renversement :

- le redressement des pays émergents (spectaculaire pour certains : Corée, Brésil et même Russie ; plus difficile pour d'autres : Hong Kong, Thaïlande...) engendré par les gains de compétitivité consécutifs à la crise financière, qui confirme que leur croissance passée était fondamentalement saine ;

- la croissance inattendue de l'économie américaine, portée par l'exceptionnel dynamisme de la demande privée (entreprises et ménages). Celle-ci sera de l'ordre de 4 % en 1999 alors que les Etats-Unis ont connu en 1998 le « choc » extérieur certainement le plus violent depuis 1945. Ce pays assure depuis trois ans 50 % de la progression de la demande mondiale, alors qu'il ne représente que 21 % du PIB mondial. Là réside certainement l'explication essentielle du retour au calme de l'économie mondiale en 1999 ;

- enfin, la bonne tenue des économies européennes, dont votre rapporteur estime qu'elle est largement due à la baisse des taux d'intérêt décidée par les autorités monétaires le 8 avril 1999, événement qui a levé nombre de spéculations sur le caractère « conservateur » de la nouvelle Banque Centrale Européenne, qui a eu des conséquences positives sur les anticipations des agents et qui a contribué à la solidité de la demande intérieure.

Le Fonds Monétaire International vient de réviser ses prévisions de croissance pour 1999, de 2,3 % à 2,8 %.

Pour 2000 et les années suivantes, la plupart des scénarios sont construits sur un retour de la croissance mondiale vers sa tendance de longue période, soit 3,5 % environ.

Votre rapporteur ne s'attardera pas sur les analyses par pays ou par zone géographique qui sous-tendent ces prévisions : celles-ci sont développées dans l'**annexe n° 1** (page 77). Il se limitera ici à quelques appréciations plus générales.

L'économie mondiale se trouve dans un processus de baisse des prix et de hausse des pouvoirs d'achat qui stimule les demandes internes. La corrélation entre croissance et inflation semble par ailleurs s'être affaiblie. Ceci crée de fortes **opportunités** de croissance dans la plupart des zones économiques. Seul le Japon, plongé dans une crise de rentabilité, dans laquelle les entreprises ne parviennent pas à trouver les investissements nécessaires pour rentabiliser une épargne intérieure privée abondante, paraît enlisé dans une croissance faible.

La remontée récente de taux à long terme dans le monde n'est, à cet égard, qu'une conséquence normale du regain de dynamisme de la consommation et de l'investissement.

Mais elle est peut-être aussi le signe que des tensions apparaissent dans le financement de l'économie américaine. Celle-ci représente en effet 21 % du PIB mondial mais absorbe plus de 40 % de l'épargne mondiale et sa capitalisation boursière atteint 45 % de la capitalisation mondiale.

Un rééquilibrage est aussi nécessaire qu'inévitable : quelle forme prendra-t-il ? C'est la question qui est abordée ci-dessous.

B. UN SCENARIO DE CRISE FINANCIERE AUX ETATS-UNIS : QUELLES CONSEQUENCES POUR L'ECONOMIE MONDIALE ?

Le **financement pernicieux** de l'économie américaine, l'endettement des agents privés et le déficit extérieur des Etats-Unis ne sont pas une nouveauté : au milieu des années 80, les économistes s'interrogeaient déjà sur la menace que faisaient porter sur la croissance mondiale les « déficits jumeaux » (conjonction d'un déficit public et d'un déficit extérieur). Un cap semble néanmoins avoir été franchi aujourd'hui : le besoin de financement des Etats-Unis atteint pratiquement 4 % du PIB, soit un niveau comparable à celui de 1987, année marquée par une violente crise boursière.

Si la trajectoire ainsi empruntée par l'économie américaine ne paraît pas soutenable, toute la question est de savoir d'où viendra le « coup d'épingle » qui viendra y mettre un terme.

A cet égard, beaucoup de scénarios sont imaginables :

- un scénario « en douceur », peu ou prou privilégié aujourd'hui par l'ensemble des économistes, dans lequel l'économie américaine connaîtrait un ralentissement (avec une croissance de 2 à 2,5 % en 2000) sous les effets conjoints d'un durcissement de la politique monétaire et d'un freinage du processus d'endettement des entreprises et des ménages. C'est le scénario qui est associé généralement aux prévisions de reprise de la croissance mondiale ;

- un scénario, plus brutal, de très fort ralentissement de la demande privée, suite à un rationnement du crédit, les prêteurs s'inquiétant du taux d'endettement des ménages et des entreprises. Une simple stabilisation du taux d'endettement privé impliquerait aujourd'hui un recul de 3 points de PIB de la demande intérieure par rapport à la tendance récente, ce qui souligne l'ampleur de la récession qui pourrait provenir du durcissement des conditions de crédit¹ ;

- enfin, un scénario de crise financière aux Etats-Unis.

C'est ce troisième scénario que votre Délégation a demandé au COE d'explorer à l'aide du modèle multinational OEF, afin d'apprécier les répercussions qu'il pourrait avoir sur les grandes places financières et ses conséquences pour l'économie mondiale.

Les résultats détaillés de cette simulation sont présentés dans l'**annexe n° 2** à ce rapport (page 119).

Il faut rappeler qu'il ne s'agit en aucun cas du « scénario central » de cet organisme, qui privilégie, comme la plupart, l'hypothèse d'un « atterrissage en douceur » de l'économie américaine.

Dans la mesure où l'éventualité d'une crise financière est présente à l'esprit de la plupart des économistes, votre rapporteur se réjouit néanmoins que le COE se soit prêté à cet exercice dans un but **illustratif**. Il permet en effet d'envisager les hypothèses conduisant à un tel scénario, de vérifier leur vraisemblance et d'évaluer ses conséquences pour l'économie mondiale.

Divers enchaînements sont possibles. Ceux qui ont été privilégiés ici - de manière certes artificielle dans la mesure où les « événements » décrits ci-après, lorsqu'ils se produisent, sont souvent simultanés - sont les suivants :

- les marchés financiers doutent de la soutenabilité du déficit extérieur américain, ce qui provoque des anticipations de **chute du dollar** (une baisse du dollar est en effet la condition d'une résorption du déséquilibre extérieur, grâce à l'amélioration de la compétitivité des Etats-Unis) ;

- une pression à la baisse sur le dollar se traduirait par une tension sur les **taux d'intérêt à long terme** (compte tenu du risque de baisse du

¹ C'est la thèse avancée par exemple par M. Patrick ARTUS (Flash, Service de la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations, n° 99-15, 18 octobre 1999).

dollar, le financement de l'économie américaine ne peut se faire qu'au prix d'une hausse des taux d'intérêt) ;

- une menace de baisse du dollar fait craindre un surcroît d'inflation (les prix des produits importés aux Etats-Unis augmentent en cas de dépréciation du dollar et le risque inflationniste s'accroît), ce qui accentue la tension sur les taux d'intérêt et alourdit l'endettement des agents privés ;

- dans ces conditions, le risque de krach boursier serait maximal (en cas de dégradation des marchés de taux, la probabilité d'une correction des cours boursiers est importante).

La simulation dont votre rapporteur présente ici les principaux résultats repose ainsi sur trois **hypothèses** :

- une baisse des taux longs de 2 points, mais qui s'estompe en un peu plus d'un semestre, après l'intervention d'un krach boursier ;

- une chute des cours boursiers de 30 % aux Etats-Unis, soit une ampleur comparable à celle des crises de 1987 et 1994 ;

- une diffusion aux autres places financières, soit une hausse des taux longs de 1 point et une chute des cours boursiers de 15 % dans le cas de l'Europe. L'effet de contagion de la crise financière aux Etats-Unis vers les autres places financières correspond à celui observé par le passé dans les crises de même nature.

Ces évolutions freinent l'activité par trois canaux :

- la chute de la bourse et des marchés obligataires dévalorise le patrimoine financier des ménages. Pour compenser cette « **perte de richesse** », leur taux d'épargne augmente et la consommation diminue ;

- le durcissement des **conditions de financement** (hausse des taux) agit **directement** sur la consommation et l'investissement ;

- enfin, la **rentabilité** de l'investissement est affectée par la hausse des taux.

Les conséquences en termes de croissance sont les suivantes :

- aux **Etats-Unis**, le taux de croissance est inférieur de **0,4 point la première année** et **0,9 point la deuxième année** ;
- en **Europe**, de **0,2 point pendant deux ans** (les conséquences pour la France sont sensiblement identiques à celles pour l'ensemble de la zone euro).
- au **Japon**, de **0,3 point** la première année et de **1 point** la seconde.

Plusieurs enseignements peuvent être tirés de ces simulations :

- en première analyse, une crise financière déclenchée aux Etats-Unis n'aurait pas les effets déstabilisateurs généralement redoutés. Elle n'entraînerait pas de véritable récession aux Etats-Unis et elle n'affecterait que marginalement la trajectoire de croissance qui semble s'être amorcée en Europe ;
- de plus, un assouplissement des politiques monétaires, en cas de freinage de la croissance, pourrait également en atténuer les effets ;
- néanmoins, on peut avancer que le modèle ne prend pas pleinement en compte l'attrait croissant des ménages, en particulier américains, pour les marchés d'actions ; peut-être le modèle sous-estime-t-il ainsi les « effets de richesse » et de reconstitution des patrimoines susceptibles de freiner la consommation ;
- surtout, il est impossible de simuler un certain nombre d'enchaînements cumulatifs.

Par exemple, une chute du dollar, dont les effets ne sont pas pris en compte dans les résultats ci-dessus, pourrait avoir pour conséquence une tension **durable** sur les taux d'intérêt (alors que dans la simulation, celle-ci n'est que transitoire) et, en Europe, une dégradation de la compétitivité et de l'activité.

De même, la hausse des taux aux Etats-Unis ferait peser une menace sur le remboursement des dettes des ménages et des entreprises, entraînant ainsi un rationnement du crédit.

Malgré ses incertitudes, l'étude présentée ci-dessous permet de tirer quelques conclusions pour le moyen terme :

- la forte croissance des Etats-Unis, dont les fondements sont analysés ci-après, revêt pour partie un caractère **spéculatif** ;

- la menace qui en résulte pour l'économie mondiale ne porte pas tant sur le court terme, si l'on se réfère à la simulation du COE, que sur le **moyen terme** ;

- la croissance de l'économie mondiale ne pourra s'établir de manière solide et durable que si les déséquilibres financiers, dont le déficit courant américain est la principale illustration, se résorbent progressivement. Ceci suppose une coordination accrue des politiques économiques, en particulier des politiques de change, entre les trois grandes zones développées.

A cet égard, le retour de la **croissance en Europe**, après une longue période de ralentissement, aggraverait certes les problèmes de financement à court terme de l'économie américaine (en renforçant l'attrait des investisseurs pour la zone euro et en exerçant ainsi une pression à la baisse du dollar), mais est la condition d'une résorption **durable** des déséquilibres financiers mondiaux.

II. LA CROISSANCE EUROPEENNE A MOYEN TERME : L'INVESTISSEMENT, FACTEUR CLE

A. LA NOTION DE « CROISSANCE POTENTIELLE »

Le colloque organisé par votre Délégation le 16 juin dernier était consacré aux « perspectives de croissance à moyen terme dans la zone euro ».

A cette occasion, la notion de « croissance potentielle » a été longuement évoquée, en particulier dans le cadre de l'étude présentée par le Centre d'Observation Economique (COE).

La croissance potentielle correspond à l'utilisation des facteurs de production compatibles avec une **inflation stable**. En effet, à moyen terme, seules les contraintes d'**offre** sur les deux facteurs de production, travail et capital, subsisteraient, par opposition aux contraintes de **demande** qui pèsent plus sur les évolutions de **court terme**.

On comprend, à partir de cette définition, pourquoi cette notion constitue la **référence** essentielle des analyses à moyen terme.

En effet, une croissance durablement supérieure au potentiel est susceptible d'entraîner des tensions inflationnistes, une réaction de la politique monétaire et une hausse des taux d'intérêt et, partant, un retour de l'économie vers son potentiel.

Les autorités monétaires sont d'ailleurs elles-mêmes extrêmement attentives aux évaluations de la croissance potentielle pour surveiller les risques de « surchauffe » de l'économie¹.

Il existe deux méthodes d'évaluation de la croissance potentielle :

- une méthode statistique, fondée sur l'observation du passé, qui permet d'extraire la tendance de moyen-long terme de la croissance ;
- une méthode économétrique fondée sur l'analyse des facteurs de production **disponibles**, travail et capital, et la tendance d'évolution du progrès technique.

Sans entrer dans des considérations techniques sur ces méthodes, qui font l'objet de débats théoriques complexes entre économistes², on peut avancer que des évaluations ont une valeur prédictive toute relative dans la mesure où elles sont, pour l'essentiel fondées sur l'**observation du passé**.

En particulier, elles ne peuvent pas, par construction, prendre en compte les **ruptures** qui pourraient intervenir dans l'évolution future du **progrès technique** ou dans l'**accumulation du capital** productif.

C'est néanmoins sur cette base, « faute de mieux » pourrait-on dire, qu'ont été construites les hypothèses d'environnement international à moyen terme retenues par l'OFCE pour sa projection à moyen terme de l'économie française. Les hypothèses relatives à la **croissance européenne** au cours des cinq prochaines années sont ainsi fondées sur l'évaluation de la croissance potentielle dans la zone euro réalisée par l'OCDE, soit 2,5 % par an.

Les limites inhérentes à ce type de méthodes ont clairement été soulignées par les services de la Commission européenne³, dans une analyse qui, selon votre rapporteur, apporte une contribution très importante et novatrice aux réflexions sur la croissance à moyen terme en Europe.

Ceux-ci soulignent en effet, qu'« à moyen terme, l'accroissement de la demande intérieure, à condition d'être soutenu par une vive expansion de l'investissement productif, peut, par un processus endogène, entraîner la création des capacités productives nécessaires à son propre maintien. Cela suppose évidemment que l'investissement soit un investissement d'extension et non de rationalisation : en d'autres termes, les investissements fixes devraient viser à augmenter le capital productif et non à en accroître l'intensité. Cette

¹ L'utilisation d'une référence à la croissance potentielle en politique monétaire a été vulgarisée par le « Règle de Taylor » qui, outre l'écart à une cible d'inflation, intègre explicitement l'écart à la croissance potentielle.

² En particulier sur l'analyse du facteur travail « disponible » qui doit tenir compte du taux de chômage en deçà duquel apparaissent des tensions salariales et inflationnistes.

³ Economie européenne, n° 67, 1999.

*condition a d'autant plus de chance d'être remplie que la **rentabilité** est élevée et qu'elle bénéficie d'une évolution des salaires en rapport avec la productivité du travail... ».*

Les services de la Commission montrent que le taux annuel moyen d'accroissement de la production potentielle pourrait, dans ces conditions, passer de la fourchette actuelle comprise entre **2,25 et 2,5 %** à environ **3 à 3,5 % en cinq ans**. Cette analyse est corroborée par les simulations réalisées par le COE à la demande de votre Délégation et présentées ci-après.

Elle montre combien les prévisions à moyen terme, fondées sur la notion de croissance potentielle, peuvent avoir un caractère **statique** : elles présentent en effet généralement la croissance des capacités de production comme un invariant, comme si les prévisions d'**investissement** n'avaient aucun impact..

L'importance de l'accumulation de capital dans un scénario de croissance élevée est illustrée par les développements récents de l'économie américaine qui sont évoqués ci-dessous.

B. LA CROISSANCE AMERICAINE : QUELS ENSEIGNEMENTS POUR L'EUROPE ?

Entre 1992 et 1998, le **PIB** a progressé de 3,1 % par an en moyenne aux Etats-Unis, et le taux de **chômage** s'y est replié de 7,5 % en 1992 à 4,5 % en 1998 (un niveau jamais atteint depuis « l'âge » d'or des années 1960), sans pour autant relancer l'**inflation**. Au contraire, la hausse des prix à la consommation s'est continûment ralentie, de 5,4 % en 1992 à 1,6 % en 1998. A partir de 1996, la **croissance** s'est même **accélérée** à un rythme proche de 4 % l'an, l'économie américaine déjouant ainsi chaque année le pronostic des conjoncturistes d'un « atterrissage en douceur » ou d'une récession.

PROGRESSION DU PIB ET DE L'EMPLOI AUX ETATS-UNIS
(en moyenne annuelle et en %)

	1982-1991	1992-1998	1996-1998
PIB ⁽¹⁾	2,6	3,1	3,7
EMPLOI	1,6	1,6	1,9
PRODUCTIVITE	1,0	1,5	1,9

1. Avant la révision en cours de la Comptabilité nationale, qui devrait rehausser la croissance du PIB d'environ ½ point par an depuis le début des années 1980.

Source : OCDE.

Pour expliquer ce dynamisme de l'économie américaine, les analystes avancent quatre faisceaux d'explications :

- Selon une première thèse, les Etats-Unis seraient entrés dans une « **nouvelle économie** », c'est-à-dire un nouveau régime de croissance non inflationniste, grâce à la diffusion des **nouvelles technologies** de l'information et de la communication (NTIC) et grâce à l'intensification de la **concurrence** sur les marchés des biens et services, comme sur le marché du travail.

Le développement des NTIC stimulerait la demande, améliorerait la qualité de l'offre (livraison juste à temps, variété accrue), et accélérerait les gains de productivité, les technologies de l'information se caractérisant par des économies d'échelle importantes, voire par des rendements croissants. En outre, l'économie du savoir et de l'information serait peu **inflationniste** : d'un côté, les produits des NTIC, comme les logiciels, sont aisément reproductibles, ce qui limite les goulots d'étranglement sur l'offre ; de l'autre, l'amélioration de l'information accentuerait la concurrence.

Par ailleurs, la **concurrence** aurait été accrue sur les marchés de biens et services par la baisse des coûts de transport et par l'ouverture croissante de l'économie américaine¹ ; et, sur le marché du travail, par le développement d'un sentiment d'insécurité chez les salariés, ce qui favoriserait la maîtrise de l'inflation.

Au total, les Etats-Unis seraient à l'aube d'une longue période de forte croissance sans inflation². Dans cette perspective, il appartiendrait à

¹ La part des exportations dans le PIB est ainsi passée de 9,4 % de 1989 à 11,9 % en 1997, la part des importations dans le PIB progressant parallèlement de 10,8 % à 13,1 %.

² Certains économistes suggèrent ainsi qu'après 25 ans de croissance ralentie, l'économie américaine entrerait dans la phase d'expansion d'un cycle de Kondratieff, du nom de l'économiste russe qui a identifié quatre cycles économiques de 50 ans depuis la révolution

l'Union européenne de promouvoir elle aussi un environnement concurrentiel favorable au développement des NTIC, tout en s'efforçant de prévenir le développement des **inégalités** observé aux Etats-Unis.

Cette thèse suscite toutefois un vif **débat**. Certes, la diffusion des NTIC soutient la demande en biens et services nouveaux, et de nombreuses études mettent en évidence l'influence favorable de l'innovation technologique ou de l'utilisation des NTIC sur les performances relatives des entreprises (taux de marge, évolutions de l'emploi et des parts de marché). Mais il est possible que la croissance des entreprises innovantes s'effectue largement au détriment des autres (par « destruction créatrice »). Par ailleurs, les **effets d'entraînement** des nouvelles technologies sur le reste de l'économie, et plus particulièrement leur influence sur les gains de **productivité**, demeurent incertains. Comme l'illustrent les statistiques établies par le Département du Commerce des Etats-Unis, les secteurs qui utilisent les plus les NTIC connaissent paradoxalement des gains de productivité plus faibles que les autres :

**CROISSANCE ANNUELLE MOYENNE DE LA PRODUCTIVITE PAR SALARIE
AUX ETATS-UNIS SUR LA PERIODE 1990-1997,
SELON LE DEGRE D'UTILISATION DES NOUVELLES TECHNOLOGIES**

	Industrie⁽¹⁾	Services⁽¹⁾	TOTAL
Activités de production de technologies de l'information	23,9	5,8	10,4
Activités fortement utilisatrices des technologies de l'information	2,4	- 0,3	- 0,1
Activités peu utilisatrices des technologies de l'information	1,3	1,3	1,3
TOTAL pour le secteur privé non agricole	3,6	1,1	1,4

1.L'écart entre les services et l'industrie provient largement de la tendance des entreprises industrielles à externaliser une partie croissante de leurs activités les moins productives, ce qui accroît mécaniquement la productivité du secteur manufacturier au détriment de celle du secteur des services.

Source : « *The Emerging Digital Economy II* »
Département du Commerce des Etats-Unis, 1999.

Il est vrai que les statistiques relatives au PIB ou à la valeur ajoutée prennent toutefois difficilement en compte l'amélioration de la **qualité** des produits, surtout quand elle est « immatérielle » (fiabilité, adaptation aux goûts du consommateur). De plus, les produits nouveaux ne sont intégrés dans les indices des prix qu'après un certain délai. Au total, la **croissance** du PIB

industrielle, ces cycles ayant été par la suite reliés à des « grappes d'innovation technologique » : la vapeur (1798-1848) ; le rail et l'acier (1849-1896) ; l'électricité, l'automobile et la chimie (1897-1945) ; l'atome et l'électronique (1946-1996) ; et peut-être l'informatique et les biotechnologies aujourd'hui.

ou de la productivité pourrait être **sous-estimée** si la qualité des biens et services s'améliorait de plus en plus vite ou si les innovations technologiques se diffusaient de plus en plus vite.

Par ailleurs, l'utilisation efficiente des nouvelles technologies nécessite une longue période d'**apprentissage collectif**. Les bienfaits des NTIC pour l'ensemble de l'économie seraient donc encore à venir, d'autant plus que les NTIC ne représentent encore que 6 % du stock de capital des entreprises aux Etats-Unis¹.

- Selon une seconde thèse, le **potentiel de croissance** de l'économie américaine aurait été **transitoirement rehaussé** par les effets retardés des **réformes** des marchés des biens et du travail intervenues dans les années 1980, comme l'ouverture à la concurrence de la téléphonie longue distance (1982), et par les réformes du marché du travail entreprises dans les années 1990.

Les conditions d'éligibilité et la durée d'attribution des aides sociales ont ainsi été restreintes, cependant que le crédit d'impôts aux salariés peu rémunérés² a vu son taux relevé en 1991, puis en 1993 (de 14 % à 34 % pour les familles monoparentales), et a été étendu aux familles sans enfant. Le cumul de ces mesures semble avoir accru le **taux de participation** des plus défavorisés au marché du travail, ce qui aurait réduit le taux de chômage « structurel » et limité les pénuries de main-d'œuvre.

Par ailleurs, le développement de l'intérim et de la mobilité aurait « fluidifié » le marché du travail, en permettant des « appariements » plus rapides entre les compétences et les emplois.

Enfin, les revendications salariales auraient été modérées par la diffusion des « **stock options** », cependant que les cotisations sociales d'assurance-maladie versées par les employeurs étaient également freinées par le développement des H.M.O.³, ces organismes de soins gérés qui ont renforcé la concurrence entre les offreurs de soins et qui ont modéré les dépenses de santé.

Une fois ces effets acquis, l'économie américaine conserverait un **niveau** de PIB plus élevé, mais retrouverait un rythme de **croissance** plus lent. En revanche, selon cette thèse, l'**Europe** pourrait connaître à son tour une croissance transitoirement plus élevée, sous réserve de poursuivre

¹ L'observation permet d'ailleurs de déceler une inflexion à la hausse des gains de productivité du travail aux Etats-Unis, sans que l'on puisse dès aujourd'hui départager entre les effets favorables de la modération des taux d'intérêt, qui réduit le coût de l'ensemble des investissements pour les entreprises, de ceux de la baisse du prix des équipements informatiques, qui facilite leurs investissements en NTIC.

² L'« Earned Income Tax Credit ».

³ Health Maintenance Organizations.

l'introduction de la concurrence dans les activités à réseaux (Telecommunications, énergie, transports) et de réformer son système de protection sociale.

- Un troisième groupe d'économistes, plus sceptiques, **relativisent** les performances de l'économie américaine. Ils remarquent que la reprise des années 1992-1995 fut l'une des plus **modestes** de l'après-guerre aux Etats-Unis (+ 2,7 % par an pour la croissance du PIB entre 1992 et 1995, contre + 4,4 % par an entre 1982 et 1985). Contrairement à certaines idées reçues, ils observent que le rythme actuel de créations d'**emplois** (+ 1,6 % par an depuis 1992) n'a rien d'exceptionnel pour les Etats-Unis, puisqu'il est égal à sa moyenne de longue période (1970-1998). Ils précisent également que la croissance du PIB américain (+ 3,1 % l'an sur la période 1992-1998) s'appuie sur une **démographie** dynamique (+ 1,2 % l'an sur la même période), de sorte que la progression récente du **PIB par habitant** est relativement proche aux Etats-Unis (+ 1,9 % par an entre 1992 et 1998) et en France (+ 1,4 % par an sur la même période). Enfin, ces économistes soulignent que les nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) ne sauraient accélérer la croissance et le progrès technique que si elles se surajoutaient à d'autres sources de croissance et de progrès technique, alors même que ces NTIC semblent plutôt constituer aujourd'hui le socle de l'innovation et des gains de productivité. En d'autres termes, le développement de l'économie du savoir et de l'information n'accélérerait pas la croissance, il serait la forme contemporaine de la croissance.

Ces « sceptiques » imputent par ailleurs les bonnes performances de l'économie américaine à une **politique macroéconomique** avisée et à un environnement international favorable. Après des années 1980-1992 caractérisées par des déficits publics importants (3 % du PIB en moyenne), une dette publique croissante (de 40 % du PIB en 1980 à 63 % en 1992) et une politique monétaire restrictive, les Etats-Unis ont en effet combiné, à partir de 1992, une **politique monétaire accommodante** et le redressement continu du **solde public** (de - 4,4 % du PIB en 1992 à + 1,7 % en 1998). Par surcroît, la maîtrise des déficits publics a résulté pour l'essentiel de la modération des **dépenses publiques**, dont la part dans le PIB s'est repliée de 36,6 % en 1992 à 32,8 % en 1998, grâce à la réduction des dépenses militaires, ce qui a limité les risques de surchauffe inflationniste et ce qui a favorisé la détente des taux d'intérêt.

Par ailleurs, les Etats-Unis ont bénéficié d'un concours de circonstances favorables entre 1996 et le début de 1999. En raison de l'appréciation du dollar, de la chute des prix du pétrole et de l'intensité accrue de la concurrence consécutive à la crise asiatique, les **prix des importations** ont en effet baissé de 10 % au moment même où les salaires tendaient à accélérer, ce qui a limité les **tensions inflationnistes**, cependant que les rapatriements de capitaux provoqués par la crise asiatique ont favorisé la détente des taux d'intérêt.

Cette thèse est relativement pessimiste à court terme pour les Etats-Unis. En effet, la stabilisation du taux de change du dollar, la remontée des cours des matières premières et l'accélération de la croissance en Europe et en Asie pourraient désormais accentuer des tensions salariales sous-jacentes. En revanche, cette thèse plaide en faveur d'un redressement des **finances publiques** plus ambitieux en **Europe**.

- Il existe enfin une quatrième thèse, selon laquelle le dynamisme de l'économie américaine reposerait pour partie sur une **bulle boursière**. Certes, la modération des taux d'intérêt et la progression des profits des entreprises (+ 10 % par an) justifiaient une augmentation des cours boursiers. Mais leur multiplication par 4 depuis le début de la décennie résulterait aussi :

- des injections de liquidités consenties par la Réserve fédérale des Etats-Unis après les crises mexicaine et asiatique ;

- d'un engouement excessif pour les valeurs liées aux nouvelles technologies ;

- de la montée en charge des portefeuilles des **fonds de pension** : tant que les « Baby-boomers » ne seront pas retraités, les fonds de pension seront en effet de grands acheteurs nets de titres, ce qui soutient les cours ;

- des **rachats d'actions** par les entreprises : les entreprises tendent en effet à s'endetter pour racheter leurs propres actions, c'est-à-dire pour réduire leurs fonds propres, afin d'améliorer leur ratio de rentabilité/fonds propres. Il en résulte une hausse des cours boursiers qui, pour être euphorisante¹, n'en est pas moins sans liens avec la valeur réelle des entreprises.

Les entreprises sont ainsi plus **endettées**, donc plus fragiles. De même, l'appréciation des cours boursiers stimule la consommation et l'investissement logement des ménages, qui se sentent plus riches, mais elle tend aussi à réduire leur épargne et à accroître leur endettement. Au total, l'**endettement** des agents privés atteint aujourd'hui un niveau record (140 % du PIB), avec pour contrepartie un endettement extérieur croissant pour les Etats-Unis (20 % du PIB).

Si elle est ainsi déconnectée de la valeur réelle des entreprises, cette évolution des cours boursiers n'est évidemment pas **durable**, sans que l'on ne puisse aujourd'hui identifier ni le calendrier, ni les modalités d'une éventuelle correction boursière : un choc financier extérieur paraît peu probable², mais le

¹ Les actions cotées représentent en effet environ la moitié de la richesse financière des ménages.

² A titre d'exemple, P. ARTUS observe que le PIB cumulé du Brésil et de l'Argentine, qui représentait 40 % de la capitalisation boursière américaine, au moment de la crise mexicaine en 1982, n'en représente plus que 2 %, soit l'équivalent d'une « mauvaise journée ». Par ailleurs, d'éventuelles difficultés de financement du déficit extérieur américain paraissent encore peu probables.

retournement des cours pourrait trouver son origine dans un rationnement du crédit auto-entretenu aux ménages et aux entreprises les plus fragiles, ce qui pourrait précipiter une faillite et entraîner une **crise bancaire** auto-entretenu analogue à la crise japonaise.

Cette thèse pessimiste est évidemment **inquiétante** pour l'Europe, dont la croissance ne pourrait qu'être entravée par une crise financière aux Etats-Unis.

- Le recul manque encore pour démêler la pertinence de ces quatre thèses, qui ne sont d'ailleurs pas exclusives les unes des autres. De même, il est encore difficile de trancher si le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication exerce un effet d'entraînement sur la productivité et les débouchés des autres branches de l'économie.

Il est cependant établi que les technologies de l'information et de la communication (équipements et services de télécommunications, équipements et services informatiques, bureautique, médias, publicité) représentent aujourd'hui une **part** du **PIB** plus élevée aux Etats-Unis (8,5 % selon le Département du Commerce¹), qu'en Europe ou en France (5 % selon l'INSEE).

De plus, la contribution à la croissance des branches liées aux NTIC s'élève depuis 1995 à 1 ¼ point de PIB par an aux Etats-Unis, contre 0,3 point de PIB par an en France, cette différence expliquant comptablement une large part de l'écart de croissance observé entre les deux pays.

Votre rapporteur s'est donc interrogé sur les conséquences pour la France d'une dynamique technologique analogue à celle qu'ont connue les Etats-Unis.

C. QUE PEUT-ON ATTENDRE D'UNE NOUVELLE DYNAMIQUE TECHNOLOGIQUE ?

A la demande de la Délégation à la Planification du Sénat, les experts du COE ont cherché à simuler l'impact macroéconomique d'un dynamisme des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) analogue en France à celui que connaissent les Etats-Unis.

¹ Cf. « *The Emerging Digital Economy II* », juin 1999.

Pour ce faire, les experts du COE ont effectué à l'aide du modèle OEF¹ deux **projections distinctes**², pour étudier les deux mécanismes par lesquels les NTIC peuvent influencer la croissance :

- en premier lieu, les progrès des NTIC stimulent la **demande** des ménages et l'investissement des entreprises en biens et services à haut contenu en technologies de l'information et de la communication (comme la téléphonie mobile, l'informatique ou la télévision). Il en résulte une croissance rapide de l'activité des branches concernées. Cet enchaînement est particulièrement net aux Etats-Unis, où le dynamisme de l'investissement des entreprises (+ 9,5 % par an sur la période 1993-1998)³ est imputable pour l'essentiel à la progression de leurs dépenses en matière d'informatique et de télécommunications ;

- en second lieu, la diffusion des NTIC dans l'ensemble de l'économie pourrait, toutes choses égales par ailleurs, accroître la **productivité** des branches qui les utilisent. En d'autres termes, la diffusion des NTIC accélérerait le « **progrès technique** ». Comme l'a montré votre rapporteur, cette idée selon laquelle les NTIC pourraient conduire à une nouvelle révolution industrielle est toutefois plus controversée et ne s'appuie pas, pour l'heure, sur des fondements empiriques incontestés.

- Dans un premier temps, les experts du COE ont donc simulé les effets, toutes choses égales par ailleurs, d'un dynamisme de l'investissement des entreprises accéléré par la diffusion des NTIC, à hauteur de 4 points par an pendant cinq ans : au terme de la cinquième année, le niveau de l'investissement des entreprises en biens d'équipements serait ainsi accru, par hypothèse, de 20 %.

Les conséquences de ce scénario apparaissent extrêmement **favorables**. Après cinq années, le PIB serait ainsi accru de 1,9 % par rapport à sa tendance antérieure, ce qui représente un surcroît de **croissance** de 0,4 % par an en moyenne.

La hausse du PIB redresserait le solde des administrations publiques (à hauteur de 0,7 % du PIB à l'horizon de la projection).

L'accélération de l'investissement accroîtrait le « stock de capital », c'est-à-dire les **capacités de production**, ce qui modérerait les tensions sur l'offre. « L'intensité capitalistique » (le montant moyen de capital par salarié) augmenterait, c'est-à-dire que les entreprises substitueraient du capital au travail, ce qui limiterait les tensions salariales, mais l'emploi progresserait quand même. Au total, « le dynamisme de l'investissement » accroîtrait le **potentiel de croissance** de l'économie (de 0,3 point par an à partir de la

¹ *Oxford Economic Forecasting.*

² *Détaillées en annexe n° 3.*

³ *Hors bâtiments.*

quatrième année) et réduirait le taux de **chômage** (de 0,4 point à l'horizon de la projection). Le solde extérieur serait toutefois dégradé (de 1,3 point de PIB après 5 ans).

Ces enchaînements favorables seraient relativement peu affectés en projection par une réaction des autorités monétaires face à l'accélération de l'inflation. En effet, la hausse des prix demeurerait modeste, et le relèvement des taux d'intérêt associé freinerait peu la croissance. En outre, cette hausse des taux d'intérêt pourrait faciliter le financement des investissements des entreprises.

Les résultats de cette simulation sont toutefois **fragiles** : d'un côté, les modèles macroéconomiques prennent mal en compte les conséquences d'un surcroît d'investissement sur l'**endettement** des entreprises, donc sur leur accès à de nouveaux financements ; de l'autre, les modèles macroéconomiques ne peuvent appréhender l'impact favorable d'un tel scénario sur la **confiance** des ménages. En outre, la projection ne peut distinguer selon la nature (NTIC ou non) du surcroît d'investissement.

Même si cette projection reproduit assez bien certains traits caractéristiques de l'**économie américaine** (dynamisme de l'investissement, repli du chômage, redressement du solde public, creusement du déficit extérieur), elle illustre plus généralement le fait que l'**investissement** des entreprises est désormais la **clé** d'une **croissance** soutenue en Europe.

- Dans un second temps, les experts du COE ont cherché à simuler un scénario de « nouvelle économie », où la diffusion des NTIC se traduirait, à facteurs de production inchangés, par une accélération du **progrès technique** de 0,3 point par an pendant 5 ans.

En projection, l'accélération du progrès technique permet des **gains de productivité** apparente du travail, donc une baisse des prix, ce qui accroît le **pouvoir d'achat** des salaires et qui stimule la **compétitivité** des entreprises à l'exportation. Par ailleurs, les gains de productivité « libèrent » des capacités de production, ce qui réduit les tensions sur l'offre, donc le volume des importations.

Au total, ce scénario s'accompagne d'un redressement du solde extérieur (de 0,2 point à l'horizon de la projection) et d'une accélération graduelle de la **croissance**. Dans la projection du COE, l'accélération du progrès technique ne se traduit toutefois pas, à moyen terme, par une **hausse de l'emploi** : le surplus d'activité est en effet absorbé par les gains de productivité.

En outre, si l'accélération du progrès technique est concomitante dans l'ensemble des grands pays de l'OCDE, aucun d'entre eux ne bénéficie de gains de compétitivité significatifs : les gains de productivité induits peuvent

alors se traduire initialement par une **contraction de l'emploi**, qui freine la demande et la croissance.

- Dans un troisième temps, les experts du COE ont **combiné** les hypothèses précédentes, c'est-à-dire qu'ils ont simulé l'impact macroéconomique d'une accélération de l'investissement en NTIC des entreprises, qui s'accompagnerait d'une rupture de tendance du progrès technique.

Ce scénario apparaît en projection particulièrement favorable à la croissance : le niveau du PIB serait en effet rehaussé de 2,6 points en cinq ans (soit ½ point de croissance supplémentaire chaque année). De plus l'accélération de la croissance pourrait se poursuivre par la suite, puisque le taux de croissance potentiel serait accru de 0,6 point par an à l'horizon de la projection. Ce surcroît de croissance ne s'accompagnerait que d'un repli modeste du taux de chômage (- 0,4 point après 5 ans), mais il redonnerait des marges de manoeuvre à la politique macroéconomique en accélérant le redressement du solde des **finances publiques**.

- Ces projections illustrent le double enjeu que constituent pour les politiques économiques la **diffusion** des nouvelles technologies de l'information et de la consommation (NTIC), d'une part, leur **utilisation** efficiente par les entreprises et les salariés, d'autre part. Les autorités publiques doivent donc développer les **infrastructures** physiques et réglementaires nécessaires aux NTIC ; promouvoir un environnement fiscal, social et intellectuel favorable à la production, à la diffusion et à la réception des innovations technologiques ; stimuler chez les jeunes l'**esprit d'initiative** et la curiosité envers les NTIC ; enfin, améliorer la **formation** continue des plus anciens.

Par ailleurs, les **entreprises**, qui ont trop souvent introduit les NTIC comme des outils de contrôle et de rationalisation de l'organisation existante, non sans appréhension de la part des salariés concernés, ne pourront profiter à plein des NTIC qu'en promouvant des modes d'**organisation** adaptés (en réseaux, par projet, par équipe orientée-client, etc.).

III. PEUT-ON LIMITER L'INSTABILITE FINANCIERE EN TAXANT LES MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX ?

Face à « l'exubérance irrationnelle » de certains marchés d'actifs, aux fluctuations de grande ampleur des taux de change et aux crises financières qui ont récemment affecté la plupart des pays émergents, des voix s'élèvent en

France pour préconiser la taxation des mouvements internationaux de capitaux, et plus particulièrement l'instauration d'une « **Taxe TOBIN** »¹.

L'idée éponyme, avancée dès 1972 par l'économiste James TOBIN² (Prix Nobel en 1981), et alors passée inaperçue³, consiste à **taxer** toutes les **transactions de change** au comptant, à un taux faible : 1 % ou 0,5 % dans les propositions initiales, 0,25 %, 0,1 % voire 0,05 % dans des propositions ultérieures. A priori, cette taxe dissuaderait les aller et retour spéculatifs entre devises, sans pour autant grever lourdement les opérations commerciales (taxées une seule fois) ou les investissements à long terme : une taxe de 0,05 % se traduit par un surcoût annualisé de 44 % pour des aller et retour quotidiens, de 1,2 % pour des aller et retour mensuels, mais de 0,01 % pour un investisseur qui rapatrie ses capitaux au bout de dix ans⁴.

Dans les articles originaux de James TOBIN, une taxe significative (0,5 % ou 1 %) avait pour principale vertu de cloisonner les marchés financiers et de limiter les mouvements de capitaux induits par des écarts de taux d'intérêt réels, afin de redonner un peu **d'autonomie** aux politiques monétaires nationales dans les systèmes de **taux de changes fixes** ou ajustables (comme l'était le SME), afin d'éviter des mesures plus dures contre la libéralisation des marchés de capitaux.

Depuis l'avènement de la monnaie unique, la zone euro est toutefois passée d'un système de taux de changes fixes mais ajustables (entre monnaies européennes) à un environnement de **changes flexibles** (entre l'euro et la plupart des grandes devises). Les promoteurs de la taxe TOBIN mettent donc aujourd'hui en avant deux autres **objectifs** :

- Même d'un taux très faible (0,05 % ou 0,1 %), une taxe sur les transactions de change supprimerait les aller et retour de quelques heures sur une devise, réprimerait la spéculation fébrile, allongerait l'horizon des opérateurs et recentrerait leur attention sur les déterminants de long terme des taux de change (« les fondamentaux »). Il en résulterait moins de gâchis de ressources et d'intelligence, moins de transactions « stériles », une plus **grande stabilité de la sphère financière**, et des contraintes moins fortes pour les politiques économiques.

¹ Cf. les récents débats de l'Assemblée nationale relatifs à la Taxe Tobin, qui s'y sont traduits par un compromis autour de l'adoption d'un article additionnel à l'article 35 du projet de loi de finances pour 2000, prévoyant que le Gouvernement adressera à chaque assemblée parlementaire, avant le 15 juin 2000, un rapport « sur la concurrence fiscale dommageable et sur la régulation internationale des mouvements de capitaux ».

² Les prémisses peuvent toutefois en être retrouvées chez KEYNES (1936).

³ Selon ses propres termes, sa proposition est d'abord « tombée comme une pierre dans un puits profond ».

⁴ Un aller et retour donne lieu à deux taxations à 0,05 %. Pour un aller et retour quotidien, le surcoût est donc de 0,1 % par jour, soit 44 % (@ 1,001 à la puissance 365) sur une année.

• En outre, une taxe TOBIN produirait des **recettes fiscales** considérables. La Banque des règlements internationaux estimait en effet en 1998 à 1.500 milliards de dollars par jour le volume des transactions sur le marché des changes : si l'on effectue une règle de trois, une taxe de 0,05 % pourrait ainsi rapporter jusqu'à 0,75 milliard de dollars par jour ouvré, soit près de 187 milliards de dollars (175 milliards d'euros) par an, l'équivalent de **0,5 % du PIB mondial**. Les promoteurs de la taxe TOBIN suggèrent d'attribuer cette manne à des organisations internationales pour financer des projets de développement et de protection de l'environnement.

Ainsi présentée, l'**idée** de la taxe TOBIN est assurément très **séduisante**.

Remarquons toutefois que les deux **objectifs** assignés à la taxe sont pour partie, sinon contradictoires, du moins **alternatifs** : si la taxe est efficace pour réprimer les transactions de change, son assiette s'en trouvera réduite d'autant¹. Par ailleurs, l'attrait de la taxe TOBIN réside pour beaucoup dans l'impression selon laquelle elle ne léserait personne, sauf des « spéculateurs », mais cette impression première est fautive. Pour préciser ces deux points, il convient de se plonger dans le détail des transactions de change² :

- 80 à 90 % des opérations de change s'effectuent **entre banques** et n'existent que parce que les coûts de transactions sont très faibles (de l'ordre de 0,02 % pour les opérations les plus importantes sur les grandes devises). Ces opérations « d'arbitrage », qui contribuent à la « **liquidité** » des marchés des changes, **disparaîtraient** pour la plupart si une taxe TOBIN était instaurée ;

- 10 à 15 % des transactions sont liées aux stratégies de placement et de couverture des OPCVM, des compagnies d'assurance, des fonds de pension et des fonds de placement, qui ont l'obligation de passer par les marchés de changes pour leurs investissements internationaux. Ces institutions financières réduiraient vraisemblablement leurs opérations internationales, avec pour contreparties une moindre diversification des **risques** pour les épargnants et des difficultés de financement pour la croissance des pays émergents. Pour ces institutions, la taxe TOBIN serait en effet une **taxe sur l'épargne investie à l'étranger** ;

- enfin, 3 à 8 % des transactions sont liées aux **échanges commerciaux**³ et à la couverture des risques de change pour les exportateurs

¹ On retrouve cette contradiction dès lors que l'on prétend financer une politique publique à partir des recettes d'une taxe dont la finalité première est de réduire une nuisance, comme c'est le cas du financement des 35 heures par la taxe générale sur les activités polluantes (TGAP).

² Cf. le rapport n°14 du Conseil d'Analyse Economique sur « l'instabilité du système financier international » (1998).

³ Une transaction commerciale peut donner lieu à plusieurs opérations financières.

et les importateurs : relativement incompressibles, ces opérations fourniraient ainsi une large part du produit de la taxe.

Au total, le **produit** d'une taxe TOBIN serait prélevé pour l'essentiel sur les entreprises exportatrices¹, sur les épargnants des pays développés, et sur les économies qui importent des capitaux, en premier lieu les pays émergents.

La mise en œuvre d'une taxe TOBIN est-elle pour autant **possible** ? Pour en écarter l'idée, les autorités publiques mettent le plus souvent en exergue des **difficultés pratiques et diplomatiques**, sinon juridiques² :

- En premier lieu, la définition des modalités concrètes de la taxe n'est pas aussi simple qu'il n'y paraît. **L'assiette** de la taxe devrait en effet englober non seulement les transactions au comptant, mais aussi les opérations à terme (swaps, options, futures), sinon les échanges de devises s'effectueraient par le biais de montages complexes sur les marchés dérivés, traditionnellement plus instables : la taxe produirait peu de recettes et plus d'instabilité.

Mais les **marchés dérivés** se caractérisent par une grande diversité d'opérations de maturités différentes. L'application d'un **taux** de taxe **uniforme** se traduirait ainsi par des biais fiscaux en faveur de certaines opérations, et surtout par la disparition de certains marchés. Cela renchérirait ou limiterait la faculté pour les **entreprises** de s'assurer (« se couvrir ») contre les variations de taux de change grâce aux marchés dérivés. A l'inverse, la taxation différenciée des opérations serait source d'une grande **complexité**. Dans tous les cas, il est en outre peu probable qu'une réglementation négociée au niveau international puisse évoluer suffisamment vite pour recouvrir tous les nouveaux montages qui seraient imaginés par les opérateurs pour contourner la taxe : de ce point de vue, le monde financier a beaucoup changé depuis les premiers travaux de James TOBIN.

- En second lieu, la taxe TOBIN devrait être mise en œuvre **simultanément** sur l'ensemble des grandes places financières. Sinon les activités et les emplois liés aux marchés des changes se délocaliseront vers des pays « hors taxe ». Il serait notamment peu opportun que les opérations de change se déplacent vers des **places** financières **off-shore**, ce qui favoriserait l'évasion fiscale et le blanchiment des capitaux.

¹ *L'instauration d'une taxe TOBIN inciterait par ailleurs les banques et les entreprises multinationales à pratiquer la **compensation** interne entre filiales, ce qui désavantagerait doublement les **PME** exportatrices : astreintes à payer la taxe, elles devraient en outre passer par un marché des changes moins liquide où les commissions seraient sans doute plus élevées.*

² *L'instauration d'une taxe sur les transactions de change entre monnaies de l'Union européenne, par exemple entre la Livre Sterling et l'euro, pourrait être ainsi contraire à l'Acte unique, en ce qu'elle constituerait une barrière aux échanges.*

Il est vrai que ce risque peut être conjuré, via l'instauration d'une taxe dissuasive - de l'ordre de 5 % - sur les transactions en provenance de, et vers les paradis fiscaux. Mais l'instauration d'une taxe TOBIN suppose à tout le moins l'accord de l'ensemble des pays de l'OCDE. Or, ce **consensus** semble, pour l'heure, **hors de portée**. Non seulement, la taxation des transactions de change exercerait des effets redistributifs importants entre Etats, mais la plupart des pays anglo-saxons sont traditionnellement opposés au principe d'une taxe « internationale », sceptiques devant l'efficacité d'un contrôle des changes et enclins à croire que la faculté pour les épargnants de retirer leurs capitaux exerce à long terme une contrainte salutaire sur les politiques économiques¹.

En tout état de cause, ces pays ne sauraient donc accepter une taxe TOBIN que si l'on est en mesure de **démontrer** son **efficacité** pour préserver la **stabilité** du système financier international. Les arguments techniques et politiques sur la « faisabilité » d'une taxe TOBIN nous ramènent donc à la véritable question de fond : dans quelle mesure une taxe sur les mouvements internationaux de capitaux, donc une diminution des transactions sur les marchés des changes, c'est-à-dire une réduction de leur « **liquidité** »², peut-elle prévenir « l'instabilité » de la sphère financière ?

A titre préliminaire, il convient de rappeler que la « **volatilité quotidienne** » des taux de change, sous l'effet des arbitrages incessants des opérateurs, n'a guère d'impact sur l'économie réelle. Peu importe au fond que le taux de change euro/dollar passe d'un jour au lendemain de 1,0553 à 1,0598. Ces microvariations, qui font la joie des « spéculateurs », ne sauraient modifier les choix d'emploi et d'investissement des entreprises, et n'altèrent guère le pouvoir d'achat des consommateurs. En outre, cette volatilité quotidienne peut n'être que le reflet du bon fonctionnement du marché, c'est-à-dire de sa capacité à prendre en compte continûment des informations nouvelles.

Ne sont vraiment dommageables pour la croissance et l'emploi que les fluctuations de grande ampleur des taux de change³, leurs **mésalignements**⁴ durables, les crises de change comme la crise asiatique et les

¹ *A contrario, les mesures de contrôle des changes y apparaissent source d'un « aléa moral », c'est-à-dire d'une désincitation pour les Gouvernements à conduire des politiques économiques favorables aux épargnants, ce qui peut conduire ces derniers à accroître la « prime de risque » qu'ils demandent sur leurs prêts. A titre d'exemple, les restrictions du marché des changes mises en place en Espagne lors de la crise du SME de septembre 1992, s'y sont traduites en 24 heures par une augmentation de près de 100 points de base des taux d'intérêt à 10 ans.*

² *La facilité (délai, coût) avec laquelle un vendeur ou un acheteur trouve une contrepartie.*

³ *Les fluctuations de moyen terme sont sources d'incertitude, d'erreur et d'attentisme pour toutes les décisions économiques irréversibles, en particulier pour les décisions d'investissement.*

⁴ *C'est-à-dire le maintien des parités à des niveaux sans lien avec la situation fondamentale des économies.*

défaillances de gros opérateurs susceptibles d'affecter en chaîne la stabilité du système financier (« le risque systémique »).

L'instauration d'une taxe TOBIN, c'est-à-dire l'augmentation des coûts de transaction et la contraction de la liquidité des marchés de change, pourrait-elle limiter l'un de ces risques ? Rien n'est moins sûr.

- Certaines études empiriques font apparaître une corrélation entre la liquidité des marchés d'actifs et leur volatilité à court terme, mais aucune étude n'a pu mettre en évidence un lien net entre les coûts de transaction et la liquidité des marchés financiers, d'un côté, l'ampleur de leurs fluctuations à moyen terme, de l'autre¹, comme le reconnaissent eux-mêmes certains promoteurs de la taxe². Remarquons ainsi que le marché immobilier parisien s'est caractérisé par la formation de bulles spéculatives et de grandes fluctuations de prix, alors même que les coûts de transaction y sont de l'ordre de plusieurs pour cents. Il en est de même des bourses, où les coûts de transactions sont beaucoup plus élevés que les taux proposés pour la taxe TOBIN.

Enfin, l'ampleur des fluctuations des taux de change entre grandes devises ne s'est pas accrue depuis la fin des années 1970, alors même que les coûts de transaction ont beaucoup baissé et que les échanges ont considérablement augmenté. Au total, en l'état actuel des connaissances, **rien ne permet d'affirmer que l'instauration d'une taxe TOBIN réduirait ou amplifierait les fluctuations de long terme des taux de change.**

- Par ailleurs, l'instauration d'une taxe TOBIN ne saurait prévenir le renouvellement de crises de change comme celles qu'ont connues le Mexique (1995), les économies dynamiques d'Asie (1997), la Russie (1998) ou le Brésil (1998) : les **coûts de transaction** sur ces marchés financiers (de 0,1 % à 2 % environ) dépassaient déjà les taux proposés pour la taxe TOBIN et se sont encore accrus en période de crise. Il est d'ailleurs évident que des coûts de transaction de plusieurs pour cents ne sauraient décourager des spéculateurs qui anticipent une dévaluation de 30 ou 40 % du taux de change.

- Enfin, l'instauration d'une taxe TOBIN ne paraît guère en mesure de limiter le **risque systémique**, comme celui induit en 1998 par la quasi-faillite du fonds d'arbitrage américain LTCM. Tout d'abord, on voit mal par quels mécanismes la taxe TOBIN pourrait dissuader des prises de risque excessives. Par ailleurs, moins les marchés sont liquides, moins il y a d'opérateurs, plus les marchés sont concentrés, et plus ils sont **vulnérables** aux risques de contrepartie, aux risques de manipulation de cours et aux comportements mimétiques. De même, la faible liquidité des marchés peut

¹ Cf. *F.M.I., Working Papers n° 60, Paul Bernd Spahn, 1995.*

² Cf. ainsi François CHESNAIS, *Tobin or not Tobin, Editions L'esprit frappeur, 1998.*

catalyser certains facteurs à l'origine de crises systémiques, comme des ajustements de prix erratiques ou une mauvaise information¹.

A l'inverse, la spéculation peut être stabilisante, car il existe toujours des opérateurs pariant sur un retour des cours à la « normale »². Enfin, et surtout, lorsque les intervenants savent qu'un marché est peu liquide et qu'il existe peu de contreparties, ils sont davantage enclins à des **mouvements de panique** consistant, en cas de chute des cours, à vouloir liquider leurs portefeuilles les premiers, quand il reste quelques acheteurs. La taxation des transactions ne paraît donc guère propice à une réduction du risque systémique : lors du krach boursier de 1987, les places où il existait une taxe sur les opérations de bourse ont chuté tout autant que les autres. On peut d'ailleurs rappeler³ que les opérations de change effectuées sur les places financières de Londres, Paris et Berlin étaient jusqu'en 1914 passibles d'une taxe semblable à la taxe TOBIN, sans que cette époque ne se fût pour autant caractérisée par une grande stabilité financière, bien au contraire.

La taxe TOBIN est donc une mesure essentiellement **symbolique**, dont l'efficacité potentielle n'est aucunement prouvée à ce jour. Par là même, elle n'a guère de chance de rallier le consensus de nos partenaires de l'OCDE, et la promotion de cette idée par la France ne pourrait qu'affaiblir inutilement son crédit diplomatique. Votre rapporteur se félicite donc de ce que le Conseil d'Analyse Economique, au travers du rapport d'Olivier DAVANNE⁴, puis M. Dominique STRAUSS-KAHN, ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie⁵, l'aient successivement **écartée**.

Parce que la taxe TOBIN est une idée simple et généreuse⁶, elle rallie néanmoins une proportion croissante de ceux qui s'inquiètent à juste titre de l'évolution mal maîtrisée de la sphère financière. On ne peut certes que se féliciter de l'ampleur des débats publiés sur la libéralisation et la régulation des marchés financiers, mais le débat autour de la taxe TOBIN détourne en

¹ *En effet les transactions fournissent a priori une information : lorsqu'elles sont peu nombreuses, les intervenants peuvent être - ou se croire - mal informés, et prêter davantage l'attention à des bruits ou des rumeurs.*

² *Par ailleurs, l'instauration d'une taxe TOBIN pénaliserait les opérations réalisées par l'intermédiaire de courtiers (qui seraient taxées deux fois : au moment de l'achat puis de la vente), et favoriserait le développement d'échanges électroniques centralisés, avec un impact incertain sur la stabilité du marché : les intermédiaires, parce qu'ils ont une connaissance très fine du marché, sont en effet susceptibles d'en réguler la volatilité.*

³ *Cf. Marc FLANDREAU et Chantal RIVIERE, L'intégration financière 1980-1996, in Economie internationale, 2^{ème} trimestre 1999.*

⁴ *Cf. « l'instabilité du système financier international », La Documentation française, 1998.*

⁵ *Cf. notamment les Analyses et propositions détaillées dans le Rapport économique et financier annexé au projet de loi de finances pour 1999.*

⁶ *Il existe par ailleurs sans doute des voies plus réalistes et des assiettes plus judicieuses pour allouer des ressources complémentaires aux organisations internationales, cf. l'idée de prélever une taxe sur les billets d'avion - dont le carburant est aujourd'hui sous-taxé -, au profit du Fonds mondial pour l'environnement.*

fait les énergies du Gouvernement, du Parlement, et des milieux associatifs, aussi bien de la recherche des moyens les plus efficaces pour réduire l'instabilité financière, que du suivi des négociations internationales sur ce sujet, en occultant notamment les propositions avancées à cette fin dans les enceintes internationales par le Président de la République et par le Gouvernement.

A l'occasion des sommets internationaux, se confrontent en effet schématiquement deux analyses de l'instabilité du système financier :

- Selon la première approche, défendue notamment par les pays anglo-saxons, les crises financières trouveraient leur **origine** dans l'économie réelle, en particulier dans la poursuite de **politiques économiques inadaptées**. Rétrospectivement, la quasi totalité des crises de change pourraient ainsi s'expliquer par les évolutions des grandes variables économiques comme le taux de croissance, le déficit budgétaire, le déficit courant, le taux de chômage, etc. Par exemple, les crises russe et brésilienne de 1998 résulteraient clairement des déséquilibres que connaissaient ces économies. De même, les fluctuations des taux de change entre grandes devises proviendraient très largement des écarts de taux d'intérêt réel, c'est-à-dire des différentiels d'inflation et de politique monétaire.

Dans ce cadre d'analyse, les réactions des opérateurs financiers n'amplifieraient les crises que parce que leur **information** est **insuffisante** et trop tardive : les crises seraient d'autant plus brutales qu'elles seraient « retardées ».

Dans cette perspective, la prévention des crises financières requiert avant tout des **politiques économiques** orientées vers la **stabilité** et la maîtrise des prix ; le choix d'un **régime de change** adéquat¹ ; une transparence accrue des politiques budgétaires et des balances des paiements ; une meilleure diffusion de l'information publique vers les agents privés² (via, par exemple, la publication des rapports du FMI) ; l'amélioration de la gestion bancaire et financière par le développement de la **concurrence** et l'ouverture du capital des banques des pays émergents à des investisseurs étrangers ; enfin, le rétablissement de la **neutralité fiscale** des fonds propres par rapport à l'endettement, afin de limiter l'effet de levier. L'ensemble de ces réformes seraient de nature à favoriser un fonctionnement plus **efficace** et plus stable des marchés financiers.

¹ *Les crises de change en Asie résulteraient largement du choix des autorités d'ancrer leur monnaie au dollar.*

² *Selon M. Gordon BROWN, Chancelier de l'Echiquier du Royaume-Uni et Président du Comité intérimaire du FMI, les codes de bonne conduite adoptés par le FMI en avril 1998 pour les finances publiques et en septembre 1999 en matière de transparence de la politique monétaire et financière « constituent » ainsi la nouvelle architecture financière internationale.*

- A l'inverse, d'autres analyses suggèrent que les marchés financiers seraient **intrinsèquement instables**. Nombre de crises financières trouveraient ainsi leur origine dans la myopie, les erreurs d'appréciation collectives, les mouvements grégaires, les anticipations croisées¹, l'exubérance irrationnelle, les prises de risque excessives, l'aveuglement au désastre, les retournements brutaux d'opinion et les réactions de panique des opérateurs² ; ainsi que dans la surréaction, les effets d'entraînement et de contagion³, les bulles rationnelles ou les dynamiques cumulatives que connaissent les marchés financiers, et qui peuvent être amplifiés par le manque de coordination internationale des politiques économiques.

Dans cette perspective, la prévention de l'instabilité financière passe par la dissuasion des prises de risques excessives (notamment au travers des normes de fonds propres) ; par le contrôle des institutions à fort effet de levier⁴ ; par un meilleur contrôle des conglomerats ; par un renforcement de la coordination internationale des politiques économiques ; par le développement de réseaux internationaux de surveillance et d'alerte précoce⁵ ; par l'instauration de mesures temporaires de contrôle des mouvements de capitaux en cas de turbulence financière dans un pays en développement ; et par l'extension des règles prudentielles internationales aux places financières off-shore.

Selon ces analyses, les **crises financières** seraient toutefois **inévitables**. Aussi conviendrait-il d'améliorer les dispositifs publics de gestion de crise, en particulier de mettre en place une protection sociale minimale dans les pays émergents ; de renforcer les « prêteurs en dernier ressort », c'est-à-dire les institutions ayant la capacité financière de soutenir, en cas de crise, les

¹ *La plupart des opérateurs peuvent chercher à calquer leur attitude sur celle d'un investisseur qui paraît bien informé ou tout simplement sur le mouvement général. Par ailleurs, la plupart des gestionnaires préfèrent perdre ou gagner en même temps que les autres pour conserver leur emploi.*

² *En période de stress ou de crise, nombre d'opérateurs cherchent à liquider leur position, avant qu'il ne « soit trop tard », c'est-à-dire tant qu'ils trouvent une contrepartie, ce qui précipite la chute des cours.*

³ *Lorsque la défaillance d'un pays invite les opérateurs à réexaminer la situation des économies voisines, ce qui peut les conduire à rapatrier leurs capitaux, étendant par là même la crise.*

⁴ *Doté de 4,5 milliards de fonds propres, le fonds d'arbitrage (« Hedge Fund ») LTCM, en quasi faillite en septembre 1998, avait pu emprunter 125 milliards de dollars pour prendre des positions risquées, ce que ne pourrait faire une banque. Pour prévenir la réédition de ce type de situation, il est préconisé ou bien de soumettre l'ensemble des institutions financières à des quotients de fonds propres analogues à ceux imposés aux banques, ou bien de limiter les montants que les banques peuvent prêter à des fonds de placement ou d'arbitrage.*

⁵ *Cf. les propositions de création d'un observatoire du risque systémique ou le souhait de M. CAMDESSUS, Directeur Général du FMI, de transformer le Comité intérimaire du FMI en instance de décision politique.*

débiteurs solvables mais illiquides¹ ; enfin d'élaborer des clauses juridictionnelles permettant d'imputer au secteur privé une partie plus importante du coût de règlement des crises².

Chacune de ces deux approches recèle sans doute sa part de vérité et il est le plus souvent difficile de démêler si une crise financière relève plutôt de l'une ou de l'autre. La crise coréenne de 1997 peut être ainsi analysée ou bien comme la conséquence d'une croissance déséquilibrée ou bien comme la résultante d'un effet de contagion et d'anticipations autoréalisatrices : anticipant à tort ou à raison des difficultés, les investisseurs étrangers ont retiré leurs capitaux, précipitant l'effondrement du taux de change et leur donnant « raison » ex-post.

Les débats qui se poursuivent depuis la crise mexicaine de 1995 et le Sommet du G7 de Lyon en juillet 1996, dont le mot d'ordre était « réussir la mondialisation au bénéfice de tous », ont toutefois d'ores et déjà abouti à certaines préconisations consensuelles quant à la nécessité d'approfondir la surveillance prudentielle et la transparence comptable des institutions financières ; de développer le suivi des positions des fonds d'arbitrage ; de renforcer l'adossement des intermédiaires de marché et d'améliorer la coopération entre les différentes autorités de surveillance et de tutelle des marchés. Par ailleurs, il est désormais recommandé aux pays en développement de libéraliser les mouvements de capitaux de manière ordonnée et proportionnée à la culture du risque et à l'expertise des acteurs, à la qualité du contrôle interne et de l'audit externe, à l'adoption et à la bonne application des normes comptables, enfin aux capacités institutionnelles de contrôle des marchés et de gestion des crises. En outre, il est désormais conseillé aux pays émergents de surveiller, sinon de freiner les **entrées de capitaux à très court terme** et de libéraliser en premier lieu les flux de capitaux à long terme, à l'instar de la politique conduite au Chili³ au cours des années 1990.

Ces propositions, sur lesquelles travaille un groupe ad hoc de la Commission des Finances du Sénat sont assurément moins simples, moins sympathiques et moins symboliques que l'idée d'une taxe TOBIN, mais elles sont sans doute aussi plus efficaces et plus opérationnelles.

¹ Et la capacité de distinguer les institutions financières illiquides mais solvables, qu'il convient d'aider, de celles qui sont purement insolubles.

² Via par exemple des clauses de renégociation ou d'allongement de dette, dont l'efficacité est toutefois controversée : ces clauses pourraient se traduire ex-ante par une prime de risque renchérissant le coût des financements privés pour les pays en développement.

³ Entre 1991 et 1998, le Chili a astreint les investisseurs étrangers au Chili à effectuer des dépôts proportionnels non rémunérés auprès de la banque centrale pendant une durée minimale de 90 jours. Ce système, « l'encaje », revenait à imposer aux entrées de capitaux une taxe inversement proportionnelle à leur durée de séjour, pénalisant les flux de capitaux à court terme, très volatiles, sans obérer pour autant les investissements directs ou les prêts à long terme. Progressivement contournée, cette taxe n'en aurait pas moins contribué à la stabilité financière du Chili au cours des années 1990.

CHAPITRE II

PERSPECTIVES MACROECONOMIQUES A MOYEN TERME POUR L'ECONOMIE FRANÇAISE

L'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) a réalisé pour la Délégation pour la Planification, une projection de l'économie française à l'horizon 2004, à l'aide de son modèle MOSAÏQUE. Cet exercice est présenté de manière détaillée dans l'**Annexe n° 1** (page 77).

Les résultats les plus significatifs sont **commentés** dans la **première partie** de ce chapitre.

En outre, d'importants développements sont consacrés dans la **deuxième partie** à la mise en œuvre des **35 heures** : les experts de l'OFCE ont en effet tenté d'en simuler les effets à moyen terme, exercice qui permet de mettre en lumière les **fortes incertitudes** attachées à cette mesure.

Enfin, dans le but de baliser autant que possible les cheminements de l'économie française pour les prochaines années, d'autres travaux d'exploration du moyen terme, réalisés par l'INSEE, le Bureau d'Informations et de Prévisions Economiques (BIPE) et le Centre de Recherches pour l'expansion de l'économie et le développement des entreprises (REXECODE) sont présentés dans la **troisième partie**. Un **tableau** récapitulatif fournit, page 65, les résultats chiffrés de ces différents exercices.

I. PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS D'UNE PROJECTION DE L'ECONOMIE FRANÇAISE A L'HORIZON 2004

A. LA DEMANDE INTERIEURE SOUTIENT LA CROISSANCE

Votre rapporteur avait déjà utilisé le titre ci-dessus dans son rapport présenté l'année dernière, pour qualifier les scénarios de moyen terme élaborés à la même époque. Cette répétition a pour but de souligner que même un « choc » sur la demande mondiale aussi violent que celui causé en 1998 par la crise des pays émergents, dont on a pu craindre qu'il n'ait des **répercussions** sur le dynamisme de la **demande intérieure**, n'a finalement pas fait **dévier** celle-ci de la trajectoire suivie depuis 1997.

La **dynamique** de la demande intérieure qui s'est amorcée alors mérite d'être rappelée : en 1997, l'amélioration de l'environnement international et la très forte augmentation de la demande étrangère adressée à la France (+ 10,2 % en 1997 contre + 5 % environ pour la tendance de longue période) s'est traduite par une nette accélération des exportations et de la croissance.

Les échanges extérieurs ont contribué, de manière tout à fait exceptionnelle, pour **deux tiers** à la croissance de l'économie française : celle-ci s'est ainsi établie à 2,3 % en 1997 contre 1,6 % en 1996.

- le redressement de l'activité ainsi **amorcé** a permis de fortes créations d'**emplois** : + 130.000 emplois en 1997 et + 330.000 emplois en 1998 ;

- l'augmentation de l'emploi s'est traduite par le **redressement** du **revenu** des ménages : + 2,5 % en pouvoir d'achat en 1997, + 3,4 % en 1998 contre + 0,6 % en 1996 et + 1,7 % en moyenne depuis le début des années 90 ;

- la désinflation, très sensible en 1998 (0,3 % d'augmentation pour les prix à la consommation) a également contribué à l'augmentation du pouvoir d'achat du revenu des ménages ;

- il a résulté de ces évolutions un grand dynamisme de la consommation des ménages : + 3,6 % en 1998, contre + 0,9 % en 1997 et + **1,3 % par an** en moyenne de 1991 à 1997 ;

- enfin, il faut souligner que ces enchaînements ont été **amplifiés** par un assouplissement très net des **politiques économiques** en Europe, au fur et à mesure que la perspective de l'Union monétaire gagnerait en **crédibilité**. En particulier, la baisse progressive des **taux d'intérêt** à partir de 1995 a permis d'accompagner le mouvement de reprise de la consommation par celui de l'**investissement** des entreprises, comme de l'investissement logement des ménages ;

- la contribution de la demande intérieure à la croissance s'est ainsi accrue de manière spectaculaire en 1998 (4,1 point contre 0,8 point en 1997).

1. La demande intérieure à moyen terme

• Les évolutions récentes rappelées ci-dessus influencent fortement les projections à moyen terme. Les projections sont en effet toujours tributaires des **évolutions en cours**, qu'elles prolongent ou amplifient.

Celle qui est présentée ici affiche une augmentation de la demande intérieure de 2,6 % par an entre 1999 et 2004 (contre + 1,1 % par an entre 1991 et 1997).

La projection décrit ainsi une très nette **inflexion de la tendance** de la demande intérieure par rapport à la première moitié des années 90.

Ce résultat est certainement le fait des évolutions de départ favorables, qui « conditionnent » le cheminement à moyen terme. A ce titre, il ne doit pas être considéré une prévision.

Néanmoins, votre rapporteur considère qu'un « message » de la projection n'est certes pas que la reprise de la demande intérieure sera **durable** - chacun sait combien un choc, d'origine externe ou interne, sur l'économie française pourrait inverser les évolutions en cours -, mais qu'elle est **solide**.

- La solidité de la dynamique actuelle de la demande intérieure peut en effet être appréciée à la lumière des deux considérations suivantes :

- tout d'abord, l'accélération de la demande intérieure en projection n'est pas la contrepartie - au contraire de l'évolution de l'économie américaine depuis trois ans - d'une augmentation de l'**endettement** des agents privés (ménages et entreprises).

Ainsi, l'augmentation de la consommation des ménages de 1999 à 2004 (+ 2,5 % par an en moyenne, contre 1,5 % entre 1991 et 1998) est inférieure à celle de leur revenu (+ 2,6 % par an de 1999 à 2004). Cela signifie que leur taux d'épargne augmenterait : de 15,9 % de leur revenu en 1999 à 16,5 % en 2004 et que la **capacité de financement des ménages**, exprimée en pourcentage du PIB, s'accroîtrait : de 5,5 % du PIB en 1999 à 5,8 % en 2004.

De même, les entreprises peuvent financer le redémarrage de l'investissement sans dégradation majeure de la **situation financière**.

Compte tenu par ailleurs de la réduction du besoin de financement des administrations publiques, la **capacité de financement de la Nation** (qui équivaut au solde de la balance des transactions courantes) augmenterait : de 2,7 % du PIB en 1999 à 3,6 % en 2004.

Il est donc possible d'imaginer des comportements en matière d'endettement des agents privés plus marqués que ceux que les experts de l'OFCE ont simulés en projection. Il en résulterait un dynamisme accru de la demande intérieure.

- Par ailleurs, la demande intérieure privée s'est plutôt caractérisée par une croissance faible depuis le début des années 90, en tout cas inférieure

à ce que laissaient prévoir les déterminants habituels de la consommation et de l'investissement.

En particulier, la consommation est restée notablement inférieure à celle qu'aurait laissé attendre l'évolution de ses déterminants usuels, que sont l'évolution du pouvoir d'achat et l'inflation. Le « **retard** » de consommation était estimé à 4 % en 1998¹. Il peut s'expliquer, *a posteriori*, par des facteurs tels que l'augmentation du chômage (qui a encouragé l'épargne de précaution), la hausse des taux d'intérêt (qui a rendu l'épargne plus attractive) ou la dégradation des comptes publics (qui a peut-être conduit les ménages à anticiper une hausse des prélèvements fiscaux). Ces facteurs seraient susceptibles de s'atténuer sur le moyen terme.

Cependant, les auteurs de la projection n'ont pas cherché à simuler en projection un comblement de ce « déficit » de consommation et une baisse du taux d'épargne.

De même, le **taux d'investissement des entreprises** (c'est-à-dire le rapport de l'investissement à la valeur ajoutée) n'a cessé de décroître de 1990 à 1998, qui a peut-être marqué un retournement. En projection, le taux d'investissement s'accroît de près de 1 point (de 16,9 % en 1999 à 17,7 % en 2004, selon la nouvelle définition de la Comptabilité nationale) : il resterait néanmoins **inférieur** au niveau atteint au cours de la phase de croissance de la fin des années 80 ainsi qu'à son niveau de longue période.

2. La croissance à moyen terme

La croissance à moyen terme de l'économie française affichée dans la projection de l'OFCE s'établit à 2,8 % par an en moyenne.

Elle serait ainsi nettement supérieure à la **croissance potentielle** telle qu'elle est évaluée par l'OCDE (2 %) ou par le FMI (2,3 %) ou encore à la croissance des partenaires européens, telle qu'elle résulte des hypothèses retenues par les auteurs de la projection (2,5 % par an en moyenne).

Quelle est la vraisemblance de ce scénario ? La croissance française peut-elle durablement s'écarter de celle de ses principaux partenaires ou de son potentiel tel qu'il est évalué par les principales organisations économiques internationales ?

¹ C'est-à-dire que le niveau **effectif** de la consommation était inférieur de 4 % à son niveau **simulé** à partir de ses déterminants habituels.

- Sur le premier point, il faut en effet rappeler que sur la période 1970-1990, la croissance de l'économie française a été strictement identique à celle de la moyenne des quinze pays membres de l'Union européenne.

Toutefois, à partir de 1990, elle s'en est écartée sensiblement : la croissance française s'est élevée à 1,7 % par an en moyenne de 1990 à 1998 contre 2 % pour la moyenne des pays membres de l'Union européenne.

Les économistes expliquent généralement ce retard par les **conditions monétaires** beaucoup plus pénalisantes au cours de cette période pour l'économie française que pour ses partenaires : taux d'intérêt réels plus élevés et appréciation du taux de change à la suite des diverses dévaluations des monnaies partenaires (en 1992, 1993 et 1995).

Une croissance plus élevée en France que dans le reste de l'Europe au cours des prochaines années ne serait ainsi que la contrepartie du retard enregistré depuis 1990.

- Cette thèse du « rattrapage » peut en outre être étayée par quelques considérations plus concrètes.

On peut par exemple observer qu'en 1990, le niveau de la consommation privée était en France, en parité de pouvoir d'achat¹, supérieur de 7 % environ à la moyenne européenne, mais qu'en 1998 il avait rejoint cette moyenne ; ou encore que le niveau de la consommation privée au Royaume-Uni était **inférieur** de 8 % à celui de la France en 1990, mais supérieur de 4 % en 1998².

Le retard pris par la France en matière de consommation peut être illustré par l'exemple de l'automobile en 1999 : les immatriculations de véhicules neufs ont augmenté en France de près de 30 %, mais le niveau ainsi atteint ne permettait que de rejoindre celui de 1991. A l'inverse, dans le reste de l'Europe, le niveau des immatriculations en 1999 était supérieur de 30 % à celui de 1991.

B. UNE CROISSANCE SANS TENSIONS ?

Malgré une croissance durablement supérieure à la croissance potentielle, laquelle est définie comme la croissance maximale pouvant être obtenue sans tensions sur les marchés des biens ou du travail, le scénario à moyen terme élaboré par l'OFCE ne met pas en évidence de signes particuliers de tensions pour l'économie. Ce scénario reste en effet assez loin du seuil d'apparition de tensions inflationnistes les prix à la consommation

¹ C'est-à-dire en tenant compte des niveaux des prix relatifs dans les différents pays.

² Source : *Economie européenne*, n° 66.

progressent de 1,1 % par an en moyenne et les prix du PIB de 0,9 % par an, la projection confirmant ainsi la tendance à la désinflation de l'économie française.

Selon d'autres travaux de même nature réalisés par l'INSEE, il faudrait une croissance durablement supérieure à 3 % pour amener l'inflation au voisinage de 2 % à l'horizon du moyen terme¹.

Une attention particulière doit toutefois être accordée à l'évolution du **taux de marge** des entreprises en projection. Celui-ci se réduit en effet de 1 point entre 1999 et 2004 dans la projection de l'OFCE.

Ceci est la conséquence d'une progression de la masse salariale du secteur marchand plus rapide que celle de la valeur ajoutée. Une baisse du taux de marge des entreprises peut induire des tensions inflationnistes si les entreprises souhaitent augmenter leurs prix afin de restaurer leur taux de marge. Cependant, selon le modèle de l'OFCE, le taux de marge ne s'éloigne pas de manière suffisante du niveau souhaité par les entreprises pour produire ce type d'enchaînement.

Peut-être les réactions ainsi décrites par le modèle sont-elles assez éloignées des nouvelles contraintes que la globalisation financière fait peser sur les entreprises. La « cible » visée par les entreprises en matière de taux de marge est peut-être désormais plus élevée que ce que décrit la modèle sur la base d'une observation du passé.

Autrement dit, il est plus vraisemblable que les entreprises chercheraient à s'opposer à une dégradation de la part des profits dans la valeur ajoutée, soit par une hausse des prix, soit par une contraction de l'emploi.

C. CONCLUSION

Les enseignements que votre rapporteur tire du scénario élaboré par l'OFCE pour l'économie française rejoignent ceux qui résultent de l'analyse du potentiel de croissance à moyen terme de l'économie européenne présentée dans le premier chapitre (cf. supra page 15).

- Le redémarrage en cours de la demande intérieure semble d'autant plus **solide** qu'il se produit sans endettement et que subsiste un potentiel de rattrapage important à la suite du ralentissement de la première moitié des années 90.

¹ Cf. Note n° 33/G221 du 8 juillet 1999 de la Direction des Etudes et Synthèses économiques.

- Toutefois, un taux d'épargne des agents privés élevé et une inflation basse **ne suffisent pas à garantir** un scénario de croissance soutenue, comme le montre l'exemple du Japon ou des pays émergents d'Asie.

- L'**efficacité** des investissements et la capacité des entreprises à soutenir financièrement une forte **accumulation** du capital sont aussi importantes pour l'avenir.

- Dans ces conditions, la **politique économique** devra plus se préoccuper, au cours des prochaines années, du soutien de l'**offre**, de la création d'un environnement favorable à l'investissement et, plus particulièrement, l'investissement dans les nouvelles technologies de l'information et de la consommation, que de la stimulation de la demande, dans la mesure où celle-ci semble assise sur des bases solides.

A cet égard, votre rapporteur n'est pas certain que les conditions de la mise en œuvre des 35 heures (cf. page 48) ou l'orientation de la politique budgétaire (cf. infra page 74) traduisent une prise en compte de ce **renversement** nécessaire des priorités pour l'économie française.

II. EMPLOI ET CHOMAGE

A. RETOUR AU PLEIN EMPLOI ?

La baisse du nombre de chômeurs depuis deux ans a contribué à alimenter un débat sur le retour de l'économie française au « plein emploi ».

La projection réalisée par l'OFCE ne permet évidemment pas d'y apporter de contribution définitive. Néanmoins, elle fournit une indication sur une évolution de l'emploi et du chômage **cohérente** avec un scénario de croissance donné.

Celui qu'a élaboré l'OFCE semble, *a priori*, favorable à la résorption du chômage, puisque la croissance y est soutenue sur le moyen terme (+ 2,8 % par an) et nettement supérieure à la croissance tendancielle de l'économie française.

Néanmoins, la croissance n'est pas le seul déterminant de l'évolution de l'emploi et du chômage à moyen terme : celle-ci dépend aussi de la productivité du travail et de l'augmentation de la population active.

1. Productivité du travail et emploi

- L'évolution de l'emploi résultant du taux de croissance de l'économie est déterminée dans une projection menée à l'aide d'un modèle par une hypothèse sur la tendance d'augmentation de la **productivité du travail**.

Celle-ci résulte à la fois de l'évolution de la **productivité horaire** et de celle de la **durée du travail** (une baisse - ou une hausse - de la durée du travail se traduit par un ralentissement - ou une accélération de la productivité par tête).

Depuis une dizaine d'années, la productivité horaire progresse au rythme de 2,4 % l'an, malgré une baisse sensible en 1995 et 1996 (+ 1,9 % l'an).

Par ailleurs, la durée du travail a baissé de 0,3 % par an depuis 1995, sous l'effet notamment du développement du travail à temps partiel, induisant un ralentissement équivalent de l'évolution de la productivité par tête.

Selon l'OFCE, l'application des 35 heures se traduirait par une baisse moyenne de 0,7 % par an de la durée globale du travail (ce point sera développé ci-après : B. Les inconnues des 35 heures).

Au total, les auteurs de la projection en déduisent une tendance d'augmentation à moyen terme de la **productivité par tête** de 1,7 % par an.

Cette inflexion traduit une **inflexion** marquée par rapport à la tendance de la productivité par tête sur longue période (2,3 % par an entre 1980 et 1999), dont la contrepartie est un **enrichissement du contenu en emplois** de la croissance.

Cette inflexion n'est toutefois due qu'à l'impact de la réduction de la durée du travail. Or, certaines analyses suggèrent que l'évolution de la productivité du travail aurait connu depuis 1995 un ralentissement marqué imputable à d'autres facteurs, tels que l'allègement des charges sur les bas salaires ou, plus **structurellement**, à l'extension de la part des services (où les gains de productivité sont plus faibles que dans l'industrie) dans le PIB.

Afin de privilégier le caractère **tendanciel** de la projection et aussi parce que le diagnostic sur une rupture dans l'évolution de la productivité ou sur un enrichissement durable du contenu en emplois de la croissance demande à être confirmé sur le plan statistique, les experts de l'OFCE n'ont pas retenu une hypothèse du ralentissement de l'évolution de la productivité par tête plus marqué que celui que serait susceptible d'entraîner l'application des 35 heures.

Une hypothèse plus volontariste sur l'enrichissement du contenu en emplois de la croissance aurait, en projection, des effets plus favorables sur

l'évolution de l'emploi. C'est celle retenue par exemple par l'INSEE dans le scénario de moyen terme qu'il a élaboré au printemps dernier et qui est présentée plus loin (page 97). Votre rapporteur fait néanmoins observer qu'un enrichissement du contenu en emplois de la croissance a, sur le plan macroéconomique, des effets contrastés selon l'horizon considéré :

- à court terme, il se traduit par une augmentation plus forte de l'emploi et donc des revenus des ménages et de la consommation ;

- à moyen-long terme, une productivité plus faible (soit une croissance « plus riche en emplois ») permet de « partager » le travail mais diminue - relativement - le potentiel de croissance et la richesse nationale, et ralentit l'évolution des revenus salariaux (les salaires augmentant au rythme de la productivité).

- La projection de l'OFCE décrit une progression de l'emploi total de 1,2 % par an en moyenne entre 1999 et 2004, soit en moyenne **267.000 créations nettes** d'emplois par an.

Ce résultat tient compte de la mise en œuvre des 35 heures, qui se traduirait, selon l'évaluation de l'OFCE, par la création de **450.000 emplois supplémentaires** en six ans. Il est cependant entaché de fortes incertitudes - évoquées ci-après - quant aux conditions de mise en œuvre des 35 heures.

Il faut par ailleurs observer que cette évolution globale recouvre de fortes disparités sectorielles :

- l'emploi dans le **secteur manufacturier** n'augmenterait que de 0,2 % par an ;

- l'emploi dans les **services** progresserait de 2,5 % par an ;

- enfin, l'emploi dans le **bâtiment** augmenterait de 2,3 % par an.

La projection ne fait ainsi que prolonger et amplifier le « **dualisme** » **sectoriel de l'emploi** à l'œuvre depuis vingt ans : entre 1980 et 1999, l'emploi dans le secteur manufacturier a baissé de 1,7 % par an alors que l'emploi dans les services augmentait de 2,1 % par an.

Seule la progression de l'emploi dans le bâtiment marque en projection une inversion de tendance (- 1,6 % par an entre 1980 et 1999).

2. Population active et chômage

Sur la base de projections **socio-démographiques**, l'OFCE retient une hypothèse d'augmentation de la population active **potentielle** de 130.000

par an, évolution moyenne qui recouvre une évolution plus rapide en début de période (+ 150.000 actifs potentiels par an), plus faible en fin de période (+ 110.000).

Toutefois, l'évolution de la population active effective diffère sensiblement de celle de la population active potentielle : en effet, en période d'augmentation de l'emploi, des travailleurs jusqu'alors « découragés » se présentent sur le marché du travail, entraînant ainsi une évolution de la population active observée supérieure à celle de la population active potentielle.

Ces phénomènes de « flexion des taux d'activité », simulés par le modèle, se traduisent en projection par une augmentation de la population active effective de **161.000 par an**.

Compte tenu de l'évolution respective de l'emploi et de la population active, le **nombre de chômeurs** diminuerait de **100.000 par an** en moyenne sur la période 1999-2004.

Le **taux de chômage** passerait de 11,3 % en 1999 à 9,3 % en 2004.

Ces résultats appellent cinq remarques :

- Malgré un scénario de croissance à moyen terme soutenue, tel que le décrit la projection réalisée par l'OFCE, une période très favorable en termes de créations d'emplois et des hypothèses optimistes sur la mise en œuvre des 35 heures, le chômage ne diminue que **lentement**.

Pour mémoire, il faut rappeler que le taux de chômage obtenu au terme de la projection (9,3 %) serait encore supérieur à celui de 1990 (9 %).

Ce résultat est par ailleurs **corroboré** par les travaux à moyen terme menés par l'INSEE au printemps dernier, selon lesquels, avec une croissance certes légèrement inférieure à celle affichée dans la projection de l'OFCE (2,6 % par an en moyenne contre 2,8 %) mais avec des hypothèses nettement plus favorables sur l'évolution de la population active, le taux de chômage en 2004 s'élèverait à 8,7 %.

- L'impression qui se dégage de ces travaux est que l'économie française, en dépit d'une croissance durable et soutenue, a **du mal à « mordre »** significativement dans la **part non conjoncturelle** du chômage, laquelle, par sédimentations successives, paraît s'être établie à un niveau élevé, de l'ordre de 8 à 9 % de la population active.

- Ceci s'explique, pour partie, par l'importance des « réserves » en main-d'œuvre de l'économie française, lesquelles n'apparaissent pas dans les statistiques du chômage mais dans celles sur les **taux d'activité** (c'est-à-dire le rapport de la population active - personnes employées et chômeurs - à la population en âge de travailler) : on peut ainsi observer que le taux d'activité

des jeunes de 16 à 24 ans ou, à l'autre « extrémité », celui des personnes de plus de 55 ans, est en France parmi les plus faibles des pays développés. En période de reprise de l'emploi, il est dès lors naturel d'observer un retour de ces personnes sur le marché du travail et une accélération de l'évolution de la population active qui vient freiner la baisse du chômage.

- Au cours des années à venir, l'économie française devra faire face à une **contradiction**, difficile à gérer, entre l'**excès** global de l'offre sur la demande de travail, d'une part, et des pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs, telle qu'on l'observe déjà aujourd'hui (dans le bâtiment, par exemple, ou pour certains emplois très qualifiés dans les nouvelles technologies) ou qu'on a pu l'observer à la fin des années 80, d'autre part.

- Peut-on considérer, au vu de ces travaux, que l'économie française, est sur le chemin d'un retour au « plein emploi » ? Bien que cette notion n'ait pas de pertinence économique¹, à l'horizon du moyen terme la réponse est à l'évidence négative.

Raisonné à un horizon plus lointain déborderait du cadre de ce rapport. Il faut cependant rappeler que pour des raisons démographiques (départs massifs à la retraite des générations nombreuses de l'après-guerre), la population active devrait baisser entre 2005 et 2010 (de l'ordre de 20.000 par an). Outre que cette évolution posera des questions d'une toute autre ampleur - comment préserver la richesse d'un pays dont la part de la population au travail diminue fortement ?- elle ne garantit pas un retour au plein emploi.

Sur un plan empirique, on n'observe en effet dans les pays industrialisés aucune corrélation entre l'évolution de la population active et l'évolution du chômage.

Par ailleurs, si l'on considère qu'une part du chômage est liée aux caractéristiques profondes du marché du travail, à ses « rigidités », il n'y a aucune raison pour que celles-ci disparaissent avec la réduction de ce marché du travail.

¹ *Qu'entend-on par « plein emploi » : le retour du chômage à son niveau « structurel » (c'est-à-dire le chômage lié aux caractéristiques profondes du marché du travail), ou à son niveau d'« équilibre » (c'est-à-dire le chômage en deçà duquel sont susceptibles d'apparaître des tensions inflationnistes) mais l'exemple des Etats-Unis a montré que le chômage d'équilibre pouvait varier avec la croissance économique ou, encore, à son niveau « frictionnel » (c'est-à-dire le chômage correspondant à la transition entre deux emplois ou entre l'obtention d'un diplôme et l'emploi) ?*

B. LES INCONNUES DES 35 HEURES

1. Le bilan

Conformément à l'article 13 de la loi du 13 juin 1998 d'orientation et d'incitation relative à la réduction du temps de travail, le ministère de l'Emploi et de la Solidarité a publié, le 20 septembre 1999, un **rapport** de près de 400 pages relatif aux « *enseignements des accords sur la réduction du temps de travail* ».

Votre Rapporteur ne peut que saluer la précision des investigations coordonnées par la Direction de l'animation de la recherche et des études statistiques (DARES) et la Direction générale de l'emploi et de la formation professionnelle (DGEFP) du ministère de l'Emploi et de la Solidarité. Il lui semble d'ailleurs éminemment souhaitable que les grands projets à caractère économique et social bénéficient à l'avenir d'un suivi statistique analogue.

Au 1^{er} septembre 1999, le rapport du ministère de l'Emploi recensait ainsi 15 026 accords d'entreprise signés dans le cadre de la loi du 13 juin 1998, qui concernaient **2 168 329 salariés** et prévoyaient la création ou le maintien de 120 273 emplois dans les entreprises concernées.

Présenté de manière parfois ambiguë, ce recensement a été **mal compris**, d'aucuns affirmant ainsi que les 35 heures ont déjà créé plus de 100 000 emplois dans l'économie française, ce qui est inexact :

- La plupart des 120 273 emplois recensés ne sont, pour l'heure, qu'**annoncés** : il existe des **délais** entre la signature de la convention Etat-entreprise, d'une part, les embauches effectives, d'autre part. Par ailleurs, les entreprises qui signent des accords de réduction du temps de travail non aidés (50 % des salariés concernés et 29 % des emplois annoncés) n'ont pas d'obligation légale d'accroître leurs effectifs. Au total, il y aura une **déperdition** entre l'augmentation des effectifs annoncée et celle qui sera finalement réalisée.

- En outre, les engagements souscrits par les entreprises aidées et recensés par le ministère de l'Emploi, portent sur leurs effectifs en équivalent-temps plein, et non pas sur des « emplois » au sens usuel du terme. Une entreprise peut donc satisfaire une partie¹ de ses obligations en augmentant l'horaire de ses salariés à **temps partiel**, ce qui ne donne pas lieu à des « créations d'emploi ».

- Enfin, une partie de l'augmentation des effectifs prévue relève d'un **effet d'aubaine**, c'est-à-dire qu'elle se serait produite en l'absence de la

¹ En principe minoritaire, sauf dans les entreprises de moins de 10 salariés.

réduction du temps de travail. En confrontant l'évolution récente des effectifs des établissements passés à 35 heures à celle des autres établissements de même taille, de même secteur et de même dynamisme antérieur, la DARES estime par extrapolation que les effectifs des entreprises passées à 35 heures pourraient augmenter de 7,5 % toutes choses égales par ailleurs, et la DARES en déduit que ces effets d'aubaine seraient limités à **12 % des emplois** annoncés.

Mais cette estimation est très fragile. En effet, l'économètre ne dispose guère de recul et le résultat ci-dessus ne repose que sur une **extrapolation** des tendances actuelles. En second lieu, la DARES ne tient pas compte de ce que les établissements passés à 35 heures ont été par le passé beaucoup plus sensibles aux variations conjoncturelles que les autres, ce qui suggère qu'ils ont davantage bénéficié de la croissance. Les effets d'aubaine pourraient donc s'avérer **sous-estimés**. Avec plus de recul, la DARES estime ainsi à près d'un tiers les effets d'aubaine dans le cas de la **loi Robien**.

Par ailleurs, il convient de bien distinguer le nombre d'emplois imputables à la réduction du temps de travail dans les entreprises passées aux 35 heures, du nombre d'emplois créés par les 35 heures dans l'ensemble de l'économie française :

- Des entreprises peuvent satisfaire leurs engagements en termes d'effectifs en **réinternalisant** certaines fonctions ou en rapatriant des activités **sous-traitées**, ce qui se traduit évidemment par des destructions d'emplois dans d'autres entreprises.

- Lorsque des entreprises subventionnées pour passer à 35 heures gagnent en compétitivité grâce aux aides, les autres entreprises françaises s'en trouvent doublement pénalisées : elles perdent des parts de marché et elles doivent participer au financement des aides attribuées à leurs concurrentes. Par ce biais, des créations d'emplois aidés peuvent entraîner des pertes d'emplois chez les entreprises non aidées. C'est ce que les économistes appellent « **l'effet de cannibalisme** ».

- Enfin les dispositions de la loi du 13 juin 1998 ont rendu moins attractif pour les entreprises l'emploi de salariés à temps partiel : la proportion d'emploi à **temps partiel** dans la population active s'est ainsi quasiment stabilisée entre les enquêtes emploi de mars 1998 (17,1 %) et de mars 1999 (17,2 %), alors qu'elle avait augmenté de près de 1 point par an entre 1992 et 1997. En partie imputable au redressement de la conjoncture, cette inflexion favorise le recul du temps partiel subi, mais elle entraîne aussi une baisse du contenu en emploi de la croissance, qui joue en sens inverse de la réduction collective du temps de travail.

A ces phénomènes microéconomiques se superposent des **enchaînements macroéconomiques** :

- D'un côté, l'octroi des aides liées aux 35 heures exerce un **effet de relance** keynésienne, en améliorant la trésorerie, donc les capacités d'investissement des entreprises, et surtout en favorisant l'expansion de la masse salariale, donc de la consommation des ménages.

- De l'autre, le surcroît de **prélèvements** sur les entreprises et les ménages destiné à financer les 35 heures entraîne un effet exactement inverse, même si les emplois ainsi supprimés ne se voient pas. En outre, la baisse du chômage initialement induite par les 35 heures favorise une accélération des **salaires** horaires (« l'effet Phillips »), qui dégrade la compétitivité-prix des entreprises, et qui érode progressivement le nombre d'emplois initialement créés par la réduction du temps de travail.

Au total, le nombre des créations nettes d'emplois dans l'économie française effectivement imputables à la mise en œuvre des 35 heures est, à ce jour, très difficile à évaluer, mais en tout état de cause, relativement faible : dans le rapport économique et financier annexé au projet de loi de finances pour 2000, l'INSEE, la Direction de la Prévision et la DARES estiment ainsi à seulement **40 000** le nombre d'**emplois** marchands créés par la réduction du temps de travail entre **juin 1997** et **juin 1999**, environ la moitié de ces emplois résultant d'ailleurs de la « **loi Robien** ».

**CONTRIBUTION A LA CROISSANCE DE L'EMPLOI MARCHAND
ENTRE JUIN 1997 ET JUIN 1999 (en milliers)**

Emplois liés à la croissance	420
Allègements de charges	80
Réduction du temps de travail	40
Autres mesures	20
TOTAL	560

Source : INSEE, DARES, Direction de la Prévision.

De même, comme le rappelle le rapport¹ de la commission des Affaires sociales du Sénat sur les 35 heures, Mme Martine AUBRY, ministre de l'Emploi et de la Solidarité, a estimé que les 35 heures avaient **effectivement** créé 30 000 à 40 000 emplois au 1^{er} octobre 1999.

En outre, les premiers effets des 35 heures ne sont pas forcément **durables**. Les accords de réduction collective du temps de travail sont en effet des accords très complexes, qui doivent être adaptés en continu aux évolutions de l'entreprise, ce qui repose *in fine* sur la **confiance** réciproque et sur l'expertise des partenaires sociaux. Il est ainsi à craindre que l'équilibre de

¹ Cf. Rapport n° 30 de M. Louis SOUVET en date du 27 octobre 1999, p. 514.

certaines accords, donc la **pérennité** des **emplois** associés, s'avère fragile lorsque ces accords auront été négociés à la hâte pour bénéficier des aides, lorsqu'ils auront été négociés par des salariés mandatés sans formation ni expérience, ou lorsqu'ils seront négociés sous la contrainte des dates-butoir.

Enfin, les premiers bilans des 35 heures ne sont pas **extrapolables** : les entreprises qui ont d'ores et déjà signé des accords de réduction du temps de travail étaient a priori celles pour lesquelles le processus était avantageux, et la négociation relativement aisée. Le recensement des premiers accords montre d'ailleurs que le profil de ces entreprises diffère de la moyenne : majoritairement en croissance, elles connaissaient aussi un meilleur climat social et une pratique plus fréquente de la modulation des horaires. Leurs coûts de négociation et de réorganisation étaient donc relativement limités. A l'inverse, les entreprises qui n'ont pas encore signé d'accord pourraient être confrontées à des négociations plus difficiles et/ou à des coûts de réorganisation plus importants, alors même que les aides seront réduites.

2. Les perspectives

Le rapport du ministère de l'Emploi et de la Solidarité relatif aux « enseignements des accords sur la durée du travail » conclut¹ : « les premiers résultats se situent sur la "pente" tracée par les scénarios macroéconomiques les plus favorables réalisés avant le vote de la loi »... « Les scénarios macroéconomiques les plus optimistes et antérieurs à la loi sont ainsi validés ».

Selon votre rapporteur, ces assertions mériteraient pour le moins d'être **nuancées**.

Rappelons en effet que les projections réalisées à l'aide de modèles macroéconomiques avant le vote de la loi « Aubry » reposaient sur l'**hypothèse** d'une réduction de **4 heures** du temps de travail **effectif** de la grande majorité des salariés à temps complet du secteur marchand

Or, si l'on excepte le cas particulier des grandes entreprises publiques (EDF, SNCF, La Poste, TDF notamment), l'analyse détaillée des accords d'entreprise signés avant le 1^{er} septembre 1999 permet de distinguer **deux groupes d'accords** (cf. annexe page 99) :

- un premier groupe d'accords (69 % des effectifs concernés), prévoit une réduction du temps de travail significative (4,2 heures en moyenne) et une augmentation des effectifs importante (+ 7,8 % en moyenne). Ces accords sont conformes aux scénarios macroéconomiques optimistes. Ils

¹ Tome I, page 2, et Tome II, page 10.

permettent aux entreprises d'être éligibles à l'aide incitative ouverte jusqu'à la fin de l'année 1999 ;

- un second groupe d'accords (31 % des effectifs concernés) prévoit une réduction effective du temps de travail plus modeste (2 heures en moyenne) et une moindre augmentation des effectifs (+ 3,9 % environ). Les entreprises concernées renoncent ainsi à l'aide incitative et ne prennent, vis-à-vis de l'Etat, aucun engagement contraignant en termes d'effectifs. Ces accords ne sont pas conformes aux scénarios optimistes sur les 35 heures. Fort logiquement, ils se rapprochent plutôt des hypothèses retenues par la DARES en 1996 pour simuler une réduction de deux heures de la durée du travail (« les 37 heures »)

La **question** qui se pose aujourd'hui est donc la suivante : les accords signés à partir du 1^{er} septembre 1999 ressortiront-ils du premier ou du second groupe ?

Pour sa part, le Gouvernement suppose implicitement que la plupart des accords signés à l'avenir prévoiront une forte réduction du temps de travail et que les entreprises passant de 37 à 35 heures demeureront une exception.

Telle n'est pas à ce jour l'hypothèse retenue par la plupart des experts indépendants et intégrée dans la projection de l'OFCE détaillée en annexe (page 77). L'OFCE estime en effet que les accords d'entreprises éligibles non aidés sont « **révélateurs** » de ce que pourraient être les accords de réduction du temps de travail après le vote de la seconde loi et l'échéance de la durée légale au 1^{er} janvier 2000.

Après l'expiration de l'aide incitative ne resteraient en effet que les entreprises pour lesquelles une réduction importante de la durée du travail est difficile ou coûteuse. Ces entreprises s'efforceraient de respecter les 35 heures *a minima*, en jouant sur les heures supplémentaires ou en se découvrant opportunément à 37 ou 38 heures grâce à un nouveau calcul des horaires de travail. Par ailleurs, les syndicats qui, selon les économistes de la Caisse des dépôts et consignations¹, ont eu par le passé tendance à privilégier la rémunération des salariés en place (« les *insiders* ») au détriment de l'emploi des « *outsiders* », pourraient accepter de limiter les embauches en contrepartie du maintien des rémunérations et des heures supplémentaires. Au total, le « **contenu en emploi** » de la réduction du temps de travail serait progressivement de plus en plus **faible** : les 35 heures bénéficieraient surtout aux titulaires d'un emploi, à qui elles apportent en principe une meilleure qualité de vie, au détriment des finances publiques, comme de l'objectif de création d'emplois.

Au total, les 35 heures s'accompagneraient dans la projection de l'OFCE de la création d'environ **400 000 emplois**. A champ comparable

¹ Cf. Marie-Pierre RIPERT, « Les questions soulevées par les 35 heures », lettre flash n° 99-123 du Service de recherche de la Caisse des dépôts et consignations, 27 août 1999.

(l'ensemble des salariés du secteur marchand), il s'agit d'un résultat beaucoup **moins favorable** que celui des projections macroéconomiques antérieures les plus optimistes (700 000 emplois créés).

Quoi qu'il en soit, votre rapporteur se doit de rappeler que ces projections ne constituent en aucun cas des **prévisions** : le modélisateur doit prendre pour hypothèse une règle de trois du type « avec n % de réduction de la durée du travail et y % de gains de productivité associés, il y a x % de créations d'emplois », ce qui revient à supposer le problème réglé au niveau de chaque entreprise¹.

En revanche, les modèles macroéconomiques sont indispensables pour étudier, dans un cadre cohérent et dynamique, l'impact macroéconomique de certains scénarios. A l'aide des projections de l'OFCE, votre rapporteur s'est donc interrogé sur l'équilibre macroéconomique et sur le **financement** des accords de réduction du temps de travail.

3. L'équilibre macroéconomique des accords

Comme le rappelle le rapport du ministère de l'Emploi², une politique d'aménagement-réduction du temps de travail comportant une réduction significative de la durée effective du travail suppose le respect de **conditions strictes** pour avoir les effets attendus sur l'emploi et pour que ces effets soient durables :

- les **coûts** unitaires de **production** ne doivent pas augmenter. En d'autres termes, la réduction du temps de travail doit être *in fine* neutre pour les entreprises ;

- les **capacités** de **production** doivent être maintenues, ce qui suppose notamment une réorganisation du travail ;

- la **consommation** des ménages, donc la masse salariale, ne doit pas être réduite ;

- l'équilibre des **finances publiques** prises dans leur ensemble ne doit pas être dégradé.

A partir de ces conditions, l'analyse permet d'identifier deux **préconisations** pour l'équilibre des accords de réduction du temps de travail :

¹ Cf. Gérard Maarek, « Le risque des 35 heures », in *Futuribles*, décembre 1998.

² Tome II, annexe 15.

- les administrations publiques peuvent faciliter des accords en ristournant aux salariés et aux entreprises passées à 35 heures le surcroît de recettes (cotisations sociales, impôts) et les économies de prestations chômage éventuellement induites par la réduction du temps de travail. Sans dégrader le solde public, les administrations pourraient ainsi accorder une **aide** que les modèles macroéconomiques permettent d'évaluer à au plus 1 point de cotisations sociales employeurs pour chaque heure de réduction effective du temps de travail, soit environ **5.000 F. par salarié** pour une réduction de **4 heures** de la durée effective du travail (ou 1250 F. par heure).

- la pérennité des emplois associés à la réduction du temps de travail repose sur des efforts de **modération salariale**. L'ampleur de ces efforts dépend des gains de productivité induits. Pour une réduction de 4 heures de la durée effective du travail, il serait en moyenne nécessaire que les salariés consentent **initialement** à une inflexion de leurs salaires d'environ 4 %, ce qui équivaut à un gel des salaires pendant un peu moins de deux ans. En outre, la baisse du chômage ne doit pas s'accompagner à **moyen terme** d'un rattrapage de cette modération salariale, sinon la compétitivité des entreprises sera obérée et les emplois créés seront progressivement érodés.

Les analyses précédentes sont consensuelles. Elles sont d'ailleurs détaillées en annexe au rapport du ministère de l'Emploi. Elles invitent votre rapporteur à deux observations :

- Selon le ministère de l'Emploi, seul un accord d'entreprise aidé sur deux prévoit une baisse initiale ou un gel des salaires (la durée de ce gel s'établissant en moyenne à 2 ans), tandis qu'un accord aidé sur quatre prévoit une moindre augmentation des salaires et qu'un accord aidé sur cinq ne prévoit aucune forme de modération salariale. En moyenne, les efforts de modération salariale pourraient ainsi s'avérer **modestes**, d'autant plus que les entreprises ne semblent pas avoir freiné les salaires en 1998 dans la perspective des négociations relatives aux 35 heures¹. Avec le recul, la modération salariale paraît d'ailleurs limitée dans le cas des accords Robien : elle s'élèverait en moyenne à 1,6 % sur deux années (1,2 % dans les accords offensifs ; 2 % dans les accords défensifs).

Par surcroît, la baisse du chômage induite à partir de 2001 par la réduction du temps de travail renforcera la position des salariés lors des négociations salariales. Il en résulte en projection une vive accélération des salaires horaires en fin de période : en dépit de la baisse de la durée du travail, les salaires mensuels réels retrouveraient ainsi rapidement un niveau proche de leur niveau tendanciel.

La mise en œuvre des 35 heures accélère donc spontanément le revenu des **ménages**. A l'inverse elle détériore progressivement la capacité de

¹ Selon la DARES, le ralentissement des salaires nominaux en 1998 s'explique économétriquement par les seules évolutions des prix, du chômage et du SMIC.

financement des **entreprises** (d'environ 32 milliards de francs en 2005) et ce, avant même l'instauration de prélèvements supplémentaires¹. Il en résulte à moyen terme un risque pour la pérennité des emplois créés par la réduction du temps de travail. Votre rapporteur s'inquiète donc de la faible importance accordée par le Gouvernement à l'impératif d'une **modération salariale durable**.

- Le montant des allègements de charge envisagés pour faciliter les 35 heures dépasse sensiblement l'effet favorable de la réduction du temps de travail pour les finances publiques (1250 F. par an par salarié et par heure de réduction de la durée effective du travail selon le rapport du ministère de l'Emploi).

Cela s'observe d'abord au niveau microéconomique. Pour les accords aidés signés avant juillet 1999, l'aide incitative s'établit en effet à 9.000 F. par salarié la première année. Cette aide est en outre majorée dans neuf cas sur dix et elle est perçue par les entreprises dès la signature de la convention avec l'Etat, c'est-à-dire avant les embauches correspondantes, ce qui améliore leur trésorerie au détriment de celle des finances publiques.

Il en est de même dans les accords éligibles non aidés recensés au 1er septembre 1999. En effet, ces accords prévoient une faible réduction de la durée du travail (- 2 heures) et de faibles créations d'emplois, donc un gain pour les finances publiques inférieur en moyenne au cumul de l'aide structurelle (4.000 F. par an et par salarié) et de l'augmentation de la « ristourne dégressive Juppé » pour les bas et moyens salaires (cf. annexe page 97).

Ce résultat se retrouve au niveau macroéconomique dans la projection réalisée par l'OFCE : le dispositif prévu pour les 35 heures se traduirait, avant prise en compte de nouveaux prélèvements, par un creusement du **déficit** des administrations publiques d'environ **15 milliards de francs** à l'horizon 2003².

¹ En outre, la projection ne tient pas compte des coûts de réorganisation des entreprises estimés à 2 % de la masse salariale dans une simulation de l'OCDE (cf. Etudes économiques de l'OCDE, France, 1999)

² Ce déficit est limité par l'effet inflationniste de la réduction du temps de travail, qui accroît les rentrées fiscales toutes choses égales par ailleurs. A l'inverse, ce déficit serait accru si les allègements de charges liés aux 35 heures (notamment l'aide structurelle), étaient revalorisés en fonction de l'inflation ou de la progression des salaires.

COUT DES 35 HEURES POUR LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
APRES BOUCLAGE MACROECONOMIQUE
(en milliards de francs)

Allègements de charges	- 65,5
Retour de cotisations sociales	+ 31,5
Baisse des prestations chômage	+ 14,5
Surcroît de recettes fiscales	+4,8
Coût net <i>ex post</i>	- 14.7

Source : OFCE, modèle MOSAIQUE

En d'autres termes, les allègements de charge « **surfinancent** » la réduction effective du temps de travail. Pour mettre en œuvre les 35 heures sans dégrader l'équilibre des finances publiques, le Gouvernement doit donc ou bien réduire d'autres dépenses, ou bien instituer de **nouveaux prélèvements**, cette seconde option revenant à reprendre d'une main ce que l'on octroie de l'autre.

4. Le financement

Ce constat invite spontanément à une question « *Comment financer les 35 heures ?* », à laquelle le Gouvernement n'a apporté à ce jour qu'une réponse partielle, synthétisée dans le tableau ci-après :

LE « FINANCEMENT » DES 35 HEURES¹
(en milliards de francs)

	Allègements de cotisations sociales			Sources de financement « annoncées »	
	2000	« à terme ² »		2000	« à terme »
Extension des allègements de charges sur les bas et moyens salaires	7,5	25	Contribution sociale sur les bénéfiques (CSB)	4,3	12,5
Aides incitatives	11,5	40	Taxe générale sur les activités polluantes (TGAP)	3,2	12,5
Aide structurelle de 4.000 F. par salarié à 35 heures ³	6		Contribution de 10 % sur les heures supplémentaires dans les entreprises sans accord 35 heures	7	
			Fraction droits alcool en provenance du fonds de solidarité vieillesse	5,6	
			Contribution de l'Etat	4,3	8
			Droits sur les alcools et le tabac		12,5
	25	65		24,4	45
			Manque :	» 0	» 20

- La question du financement des 35 heures n'a toutefois pas été posée dans les meilleurs termes⁴, et votre rapporteur s'interroge sur la **méthode** retenue par le Gouvernement.

On peut ainsi s'étonner du raisonnement consistant à vanter les mérites des 35 heures, tout en s'efforçant de les financer *ex ante* au franc le franc, comme si la réduction du temps de travail n'avait en fait aucun effet favorable sur la croissance.

¹ Ce tableau n'inclut évidemment pas la « ristourne dégressive Juppé » sur les bas salaires, qui n'est pas liée aux 35 heures.

² La montée en charge du dispositif devrait être achevée en 2003.

³ Sous certaines conditions.

⁴ Le « tableau de financement » ci-dessus mélange en effet des prélèvements nouveaux (CSB, TGAP, taxe sur les heures supplémentaires) et de simples transferts de l'Etat vers les administrations de sécurité sociale, qui sont neutres pour les finances publiques.

Plus généralement, pourquoi financer les aides liées aux 35 heures à partir d'un bric-à-brac de **prélèvements affectés** (taxes sur le tabac et les alcools, taxe sur les activités polluantes, contribution sociale sur les bénéficiaires, taxe sur les heures supplémentaires), en lieu et place d'une réflexion sur le niveau et la structure optimale des dépenses publiques en faveur de l'emploi ?

Comment peut-on réclamer aux organismes de **sécurité sociale** et à l'UNEDIC de ristourner par avance le surcroît des recettes résultant d'une dépense publique et ce, sur la base de projections macroéconomiques par essence aléatoires¹ ?

Est-il souhaitable que des taxes destinées à l'origine à lutter contre des **nuisances** (comme la taxe sur le tabac ou la TGAP) se voient de facto assigner un objectif de **rendement fiscal**, au risque d'en perdre une part de leur **légitimité** et de leur caractère « pédagogique » ? N'est-il pas paradoxal de financer des aides « pérennes » avec des taxes qui ont vocation à réduire leur assiette, donc à disparaître ?

Pourquoi les estimations du coût des 35 heures pour les finances publiques n'intègrent-elles ni le coût des 35 heures dans les grandes **entreprises publiques**, ni le coût des 35 heures dans les trois **fonctions publiques**, ni les surcoûts induits pour les **finances locales** par la mise en œuvre des 35 heures dans les établissements médico-sociaux² ?

- Votre rapporteur s'interroge également sur le **choix** des **prélèvements supplémentaires** annoncés par le Gouvernement pour financer les 35 heures.

La projection réalisée par l'OFCE suggère que les 35 heures tendent spontanément à détériorer les comptes des **entreprises**. Instituer de nouveaux prélèvements sur les entreprises plutôt que sur les ménages fait donc « payer » aux entreprises **deux fois** la réduction du temps de travail : une fois, via les coûts de réorganisation et de compensation salariale ; une seconde fois via les nouveaux prélèvements. Certes, ce choix stimule aussi la consommation des ménages, mais votre rapporteur a souligné combien il importait désormais que la politique économique se préoccupe beaucoup plus de garantir les conditions de l'offre plutôt que de stimuler la demande.

¹ *D'un point de vue macroéconomique, il serait assurément plus simple, si la mise en œuvre des 35 heures se traduisait effectivement par un gain financier pour la sécurité sociale et l'Unedic, que ces organismes en profitent pour réduire leurs cotisations, prenant ainsi le relais des allègements des charges décidés par l'Etat : la résultante en serait identique à ce qu'envisageait le Gouvernement, tout en préservant le rôle des partenaires sociaux.*

² *Les gains de productivité y étant parfois réduits, les collectivités locales qui les financent seront confrontées à un dilemme entre la hausse de leurs dépenses de fonctionnement, la dégradation des services rendus aux plus vulnérables de nos concitoyens, ou la baisse des salaires et la démotivation des employés du secteur sanitaire et social.*

Par ailleurs, une simulation¹ réalisée à l'aide du modèle OEF par le Centre d'observation économique (COE) de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris suggère que l'instauration d'une **écotaxe**, telle qu'envisagée aujourd'hui en France, c'est-à-dire sous la forme d'une taxe sur la consommation d'énergie des entreprises, de manière non coordonnée à l'échelle européenne, est peu opportun pour accompagner les 35 heures. En effet, l'instauration d'une écotaxe pour financer les allègements de charges liés aux 35 heures se traduirait par un **choc inflationniste**, qui cumulerait ses effets récessifs avec ceux du choc inflationniste induit par la réduction du temps de travail.

Enfin, la structure des aides aux 35 heures entraîne déjà, toutes choses égales par ailleurs, un **transfert** au profit des entreprises de main-d'œuvre et à bas salaires, au détriment des entreprises capitalistiques ou de **haute technologie**. Or, ces dernières concentreraient aussi les prélèvements destinés à financer les 35 heures (CSB et surtout TGAP). Certes, ces deux biais faciliteront dans un premier temps le maintien du pouvoir d'achat dans les entreprises intensives en main-d'œuvre peu qualifiée, mais ils rendront également plus difficile l'obtention d'accords équilibrés dans les entreprises qui représentent le plus l'avenir de l'économie française.

III. SYNTHESE COMPARATIVE DES PREVISIONS A MOYEN TERME

La projection de l'OFCE, telle qu'elle vient d'être présentée, constitue une extrapolation des tendances à l'œuvre dans l'économie française, sur la base d'une prolongation des comportements observés sur le passé. Elle offre par ailleurs un cadre global où les évolutions et les comportements macroéconomiques sont cohérents entre eux. En cela, cet exercice, sans décrire l'avenir le plus probable, constitue à tout le moins un instrument d'analyse utile pour les choix de politique économique.

La projection à moyen terme réalisée par l'**INSEE** en juillet dernier obéit peu ou prou à la même logique. Les éléments les plus significatifs sont présentés ci-après.

Les exercices à moyen terme de deux organismes, dont le Sénat suit régulièrement les travaux, sont également résumés ci-dessous : il s'agit du Centre de Recherches pour l'Expansion de l'Economie et le Développement des Entreprises (REXECODE) et du Bureau d'Informations et de Prévisions Economiques (BIPE). Ceux-ci procèdent d'une autre logique et recourent à

¹ Cf. « Financer la réduction des charges sociales patronales », in *Modèles et diagnostics*, n°8, 1999.

d'autres méthodes : ils sont réalisés hors modèle et à « dire d'expert ». En ce sens, ils revêtent un caractère plus **prédictif**.

A. LE SCENARIO A MOYEN TERME ELABORE PAR L'INSEE

Ces deux dernières années, l'INSEE avait élaboré des scénarios de **résorption progressive des déséquilibres** que connaît l'économie française à la suite des années de faible croissance de 1990 à 1996, grâce à des comportements de demande des agents privés très dynamiques qui porteraient la croissance à moyen terme autour de 3 % par an.

La projection réalisée cette année tranche avec les exercices précédents : il s'agit d'un scénario de **croissance plus modérée**, avec un fort contenu en emplois. Le choix de ce scénario ne signifie pas selon l'INSEE qu'il apparaisse cette année comme plus probable, mais répond seulement au souci d'explorer le plus de cheminements possibles pour l'économie française.

- Dans ce scénario, la **croissance** du PIB se stabilise autour de 2,6 % par an.

La **consommation** des ménages (+ 2,7 % par an) est relativement dynamique et **comble** en partie le **retard accumulé** depuis le début de la décennie, grâce à une baisse du taux d'épargne liée à la baisse du chômage (diminution de l'épargne de précaution).

Les hypothèses sur l'investissement des entreprises sont plus prudentes (+ 4,5 % par an).

Par rapport au scénario de l'OFCE, la seule différence significative, en termes de contributions à la croissance, porte sur les échanges extérieurs : leur contribution est nulle à moyen terme dans la projection de l'INSEE, légèrement positive dans celle de l'OFCE.

- Au total, les deux exercices présentent de fortes **similitudes**, ce qui n'est pas surprenant étant donné les hypothèses retenues dans les deux cas :

- retour à la croissance potentielle pour les économies partenaires ;
- maîtrise des finances publiques, même si elle est plus marquée dans le scénario de l'INSEE (les **effectifs publics** y sont stabilisés alors qu'ils augmentent de 1 % par an dans le scénario de l'OFCE).

- Une différence notable entre les deux exercices est relative à l'évolution du marché du travail.

Certes les niveaux du taux de chômage en fin de période (2004) ne sont pas fondamentalement éloignés - 8,7 % pour l'INSEE contre 9,3 % pour l'OFCE -, mais les cheminements pour aboutir à ce résultat divergent sur deux points :

- Tout d'abord, l'INSEE n'a pas cherché à simuler en tant que telle la mise en œuvre des 35 heures mais a prolongé en projection le phénomène d'**enrichissement du contenu en emplois** de la croissance, en particulier dans le secteur des **services**. Ce phénomène, explicable notamment par la montée en puissance des mesures d'abaissement des charges sur les emplois les moins qualifiés ou les plus précaires, ayant donc *a priori* une productivité peu élevée, s'estompe toutefois progressivement en projection et, en fin de période, la productivité du travail se rapprocherait de son rythme tendanciel.

- Par ailleurs, les hypothèses d'évolution de la population active retenues par l'INSEE sont beaucoup plus basses que celles de l'OFCE : + 100.000 actifs par an selon l'INSEE contre + 160.000 par an selon l'OFCE.

L'INSEE s'est ainsi appuyé sur ses projections de population active (1995-2040), sans toutefois, à l'inverse de l'OFCE, **simuler de « flexion des taux d'activité »** (c'est-à-dire de retour sur le marché du travail de personnes jusque là découragées).

C'est certainement ce facteur qui explique que le taux de chômage soit, en fin de période, inférieur dans la projection de l'INSEE par rapport à celle de l'OFCE.

B. LA PREVISION DU BIPE

La prévision à moyen terme présentée par le BIPE au mois de septembre dernier offre des résultats assez proches de ceux des projections de l'OFCE et de l'INSEE présentées ci-dessus.

Le taux de croissance annuel moyen s'élève à 2,5 % et l'activité y est soutenue par la demande intérieure et le « *déblocage des comportements des agents privés* ».

- Le scénario du BIPE recouvre toutefois un profil fortement **cyclique** : forte expansion - à un rythme proche de 3 % l'an jusqu'en 2002, puis ralentissement au rythme de 2,2 % l'an par la suite -.

La croissance annuelle moyenne sur l'ensemble de la période serait de 2,5 % l'an.

- Le dynamisme du **début de période** s'explique par le dynamisme de la consommation des ménages, soutenue par la baisse marquée de leur taux d'épargne et la bonne tenue de leur investissement en logement, et par celui de l'investissement productif.

Sur ce dernier point, le BIPE s'interroge comme le fait votre rapporteur à la page 42 sur les nouvelles normes financières à moyen terme qui pourraient s'imposer aux entreprises. Le BIPE écrit ainsi : « *A l'horizon de notre prévision, la situation financière des entreprises reste favorable d'après les critères économiques. Mais les normes de rémunération des capitaux propres seront plus exigeantes que par le passé* ».

- Le **ralentissement de fin de période** décrit par le BIPE paraît plus difficile à **expliquer**. Il obéit certes à une logique de **cycle** économique. Mais pour qu'il y ait un ralentissement cyclique, il faut que la période précédente d'accélération de l'activité se soit traduite par des tensions inflationnistes ou un endettement exagéré, entraînant hausse des taux d'intérêt et ralentissement de l'activité.

Or, ce n'est manifestement pas ce que décrit la prévision du BIPE : inflation et endettement sont modérés à l'horizon 2002.

- Enfin, le BIPE souligne qu'une croissance plus dynamique que celle décrite dans ce scénario est possible si les acteurs économiques parviennent à mieux tirer profit des nouvelles technologies liées à l'information, comme le suggère le scénario exploré par le COE au chapitre précédent (page 24).

C. LA PREVISION DE REXECODE

Le scénario de moyen terme (1999-2003) présenté par REXECODE en juin dernier est sensiblement plus « gris » que ceux décrits ci-dessus.

REXECODE partage certes le diagnostic d'un redémarrage à **court terme** de l'activité, en France comme dans la plupart des pays européens.

A **moyen terme**, la croissance **européenne** devrait profiter d'une politique monétaire plus accommodante, grâce à la réalisation de l'Union monétaire. Elle serait toutefois pénalisée par quatre facteurs de nature plus structurelle :

- le début du **déclin démographique**, qui se traduirait par une stagnation de la population active. De plus, les **taux d'activité** en Europe sont orientés à la baisse alors qu'ils progressent aux Etats-Unis.

- une **compétitivité** industrielle insuffisante : à la mi-1999, le niveau relatif du coût salarial excède d'environ 3 % celui des Etats-Unis. De plus, cet écart devrait s'accroître du fait de la remontée probable de l'euro par rapport au dollar.

- le **retard** européen en matière d'investissement en **nouvelles technologies** ou d'efforts de recherche et développement.

- enfin, la part trop élevée du secteur géré sur la base de **normes publiques** : les dépenses des administrations publiques représentent en effet 50 % du PIB en Europe contre 30 % aux Etats-Unis.

De plus, la permanence de déficits et de dette publics élevés appelle de nouveaux ajustements budgétaires.

Dans ces conditions, la croissance européenne à moyen terme devrait s'établir autour de 2,4 % par an.

La France souffrirait en outre d'un handicap spécifique lié à la mise en œuvre des 35 heures.

Selon REXECODE, « *il semble peu vraisemblable qu'un pays puisse réussir une diminution de 10 % de la durée effective du travail de façon rapide et isolée* ». Il n'y a pas d'« *exemple historique qu'un pays y soit parvenu brutalement et par la loi* ».

En raison du « choc conjoncturel » lié à la mise en œuvre des 35 heures, la croissance française serait inférieure à celle de ses partenaires européens. Elle serait de 2,2 % par an d'ici 2003, rejoignant ainsi la tendance moyenne 1973-1998.

Le taux de chômage en 2003 s'élèverait à 9,8 %.

Les principaux résultats des scénarios de moyen terme qui viennent d'être présentés sont décrits dans le **tableau récapitulatif** ci-dessous.

TABLEAU RECAPITULATIF DES PRINCIPAUX SCENARIOS MACROECONOMIQUES DE MOYEN TERME

	OFCE* (novembre 1999)	INSEE (juillet 1999)	REXECODE** (juin 1999)	BIPE*** (septembre 1999)
TAUX ANNUELS MOYENS	1999 - 2004	1999- 2004	1999- 2004	1999- 2004
VOLUMES (évolution en %)				
PIB.....	2,8	2,6	2,2	2,5
Importations.....	5,4	4,3	3,9	5,5
Exportations.....	6,5	4,3	4,7	5,5
Consommations des ménages..	2,5	2,7	2,3	2,5
Investissement des entreprises.	4,4	4,5	3,9	4,8
Investissement logement.....	2,3	-	2,0	3,7
PRIX (évolution en %)				
PIB.....	0,9	1,2	0,8	
Prix à la consommation	1,1	1,2	0,9	1,6
COMPTE DES MENAGES EN POUVOIR D'ACHAT				
Revenu disponible brut (Evolution en %)	2,6	2,5	-	1,8
Taux d'épargne moyen (Niveau en %)	16,5 ⁽¹⁾	13,2 ⁽²⁾	-	12 ⁽¹⁾
EMPLOI SALARIE (Evolution en %).....				
	1,5	1,6	0,9	1,0
EMPLOI TOTAL (Evolution en %).....				
	1,2	-	0,7	0,8
TAUX DE CHOMAGE (Niveau en fin de période)....				
	9,3	8,7	9,8	9,6
CAPACITE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS				
(En % du PIB).....	- 1,5	-	- 1,3	- 0,1

* Observatoire français des conjonctures économiques.

** Centre de Recherches pour l'expansion de l'économie et le développement des entreprises.

*** Bureau d'Informations et de Prévisions économiques.

(1) Défini selon les nouvelles normes de la Comptabilité nationale.

(2) Défini selon les anciennes normes de la Comptabilité nationale.

CHAPITRE III

LES TENDANCES DES FINANCES PUBLIQUES

L'**annexe n° 1** décrit les tendances des finances publiques telles qu'elles résultent de la projection réalisée par l'OFCE (cf. page 104).

Le modèle MOSAÏQUE ne permet certes qu'une approche **globale** des finances publiques. Son utilisation pour une projection à moyen terme garantit néanmoins la **cohérence** entre les hypothèses de politique budgétaire, les évolutions macroéconomiques et celles des comptes publics.

C'est pourquoi cet exercice permet de tirer quelques enseignements utiles quant à l'orientation à moyen terme de la politique budgétaire.

I. L'EQUILIBRE A MOYEN TERME DES FINANCES PUBLIQUES : QUELLES « MARGES DE MANOEUVRE » POUR LA POLITIQUE BUDGETAIRE ?

A. LES DEPENSES PUBLIQUES A MOYEN TERME

L'évolution des finances publiques dépend autant de l'**orientation** délibérée de la **politique budgétaire** que de l'**environnement macroéconomique**.

L'environnement macroéconomique décrit par la projection se caractérise par une croissance soutenue (+ 2,8 % par an), nettement supérieure à la croissance tendancielle de l'économie française. Cet élément est a priori favorable à la résorption des déséquilibres des comptes publics.

La définition d'hypothèses sur l'orientation de la politique budgétaire et, plus particulièrement sur l'évolution des dépenses publiques présuppose :

- un **pronostic** sur l'évolution des dépenses publiques autres que les prestations sociales (masse salariale publique, dépenses courantes et investissements des administrations) ;

- un diagnostic sur l'évolution **tendancielle des prestations sociales**, dont l'évolution à moyen terme est plus difficile à maîtriser par les pouvoirs publics.

- Sur le premier point, les experts de l'OFCE ont privilégié trois éléments :

- le respect des engagements contenus dans la **programmation pluriannuelle** des finances publiques pour les années 2000 à 2002, présentée en janvier 1999 aux instances européennes dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Cette programmation se fixe pour objectifs une progression de 1 % en volume en trois ans des dépenses de l'Etat et une progression de 1,5 % par an en volume des dépenses des collectivités locales.

- la prolongation à moyen terme de l'augmentation tendancielle des **effectifs** des administrations publiques, soit 0,7 % par an, majorée par les conséquences de l'application des 35 heures dans la fonction publique, soit 0,3 % par an d'augmentation supplémentaire des effectifs.

- une augmentation de 1,3 % par an du **pouvoir d'achat** du salaire moyen dans la fonction publique, correspondant à 0,6 % d'augmentation du pouvoir d'achat de l'indice brut et 0,7 % d'effet de structure (« glissement-veillesse-technicité »).

Compte tenu, en début de période, de la création de 350 000 emplois-jeunes et des effets des dernières revalorisations indiciaires, la **masse salariale** publique augmenterait de 2,7 % par an en volume entre 1999 et 2004, contre 2,4 % entre 1991 et 1998.

- un relâchement en fin de période (2003 et 2004) du contrôle de la dépense publique (investissements et dépenses courantes des administrations), dans la mesure où le rythme élevé de la croissance permettrait de desserrer la contrainte budgétaire.

Au total, la progression des **dépenses publiques (hors prestations sociales)** entre 1999 et 2004 serait sensiblement équivalente à celle de la période 1991-1998, soit 2,2 % par an en volume en moyenne.

- Le choix d'hypothèses à moyen terme sur l'évolution des **prestations sociales** est essentiellement tributaire du diagnostic que l'on peut porter sur l'évolution des **prestations-maladie**. L'augmentation des prestations de retraite dépend en effet de facteurs relativement prévisibles, tels que l'augmentation du nombre de pensionnés ou celle des droits acquis par les retraités ; celle des prestations chômage de l'évolution du chômage en projection.

On peut distinguer trois scénarios de croissance **en volume** des prestations maladie sur le moyen terme :

- une prolongation des évolutions observées sur longue période, en négligeant l'infléchissement observé entre 1995-1998 à la suite des divers

plans de maîtrise mis en œuvre par les pouvoirs publics, soit une augmentation de 4,2 % par an ;

- une prolongation des évolutions observées uniquement depuis 90, soit une augmentation de 2,25 % par an ;

- enfin, une prolongation des évolutions observées sur la période 1995/1998 qui respecterait ainsi les objectifs de croissance contenus dans la programmation triennale, soit une augmentation de 1,15 % par an.

Les experts de l'OFCE ont considéré que le second scénario (+ 2,25 % par an en volume) était le plus vraisemblable (ce point est développé plus avant, page 72). Il en résulterait une augmentation en volume (en utilisant les prix du PIB comme déflateur) de l'ensemble des **prestations sociales** de 2,1 % par an en moyenne.

Au total, l'**ensemble** des dépenses des administrations publiques progresserait en volume de 2,2 % par an en moyenne entre 1999 et 2004, soit un ralentissement par rapport à la période 1991-1998 (+ 2,6 % par an en moyenne) mais également un relâchement par rapport aux contraintes imposées au cours de la période 1995-1998.

Par ailleurs, les dépenses publiques augmenteraient en projection **moins vite** que le PIB (+ 2,8 % par an en moyenne), alors que sur la période 1991-1998 leur progression a été sensiblement plus rapide que celle du PIB (2,6 % contre 1,6 %).

Il en résulterait une **baisse de la part des dépenses publiques** dans le PIB de l'ordre de 0,3 point par an.

- Ces hypothèses peuvent évidemment être discutées, soit qu'on les juge peu vraisemblables, soit qu'on les estime peu adaptées à l'évolution de l'économie française.

Il semble cependant plus intéressant, dans le cadre de la présentation d'un exercice de cette nature, de confronter les hypothèses retenues, qui combinent des considérations de caractère « **normatif** » (prise en compte de la programmation pluriannuelle des finances publiques) et d'autres de caractère plus **tendanciel** (évolution des prestations-maladie et des effectifs publics), avec les résultats obtenus, pour une **croissance donnée**, en matière de **besoin de financement** des administrations publiques.

B. LE BESOIN DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

Exprimé en pourcentage du PIB, le **besoin de financement** des administrations publiques (au sens de la Comptabilité européenne) se réduit en projection de **0,6 point de PIB**, passant de 2,1 % du PIB en 1999 à 1,5 % en 2004.

Votre rapporteur considère que ce résultat est riche d'**enseignements** :

- Il faut tout d'abord observer que l'**interaction** entre l'évolution des finances publiques et celle de la croissance est, en projection, particulièrement **favorable** : l'accélération de la croissance, nettement supérieure à son sentier de long terme, permet un rééquilibrage des finances publiques **sans contrainte majeure** sur les dépenses.

Il est évident que cet **équilibre** serait **rompu** si la croissance était, au cours des prochaines années - et notamment en début de période -, inférieure à celle décrite par la projection.

- Malgré ces conditions favorables, le déficit public ne se réduit que **faiblement** au regard du rythme de la croissance : **de 0,1 point de PIB par an**. Le niveau de déficit ainsi obtenu en 2004 - 1,5 % du PIB -, soit au terme d'une période de croissance nettement supérieure à la croissance tendancielle, n'est pas satisfaisant. L'économie française aurait en effet à affronter un éventuel retournement conjoncturel avec un déficit public de même importance, pour mémoire, que celui qu'elle connaissait avant la récession de 1993...

- Il faut également rappeler que le besoin de financement potentiel des **régimes de retraite** est évalué pour la période 2005-2010, qui correspond à l'arrivée à l'âge de la retraite des générations nombreuses du baby-boom, à **1,5 % du PIB**.

- Le débat sur les « marges de manoeuvre » budgétaires et sur l'affectation des « surplus » de recettes semble à cet égard **prématuré**.

Il faut même considérer que l'émergence de ce débat rend malheureusement les hypothèses de dépenses publiques à moyen terme retenues par l'OFCE - que votre rapporteur considère d'un point de vue normatif comme insuffisamment rigoureuses - relativement **vraisemblables**. En effet, ceci montre -l'expérience des années 1987-1990 en a été une illustration regrettable- que chaque fois que la croissance s'accélère (ce qui se traduit par une augmentation des rentrées fiscales), l'effort d'ajustement des finances publiques se relâche.

- N'est-il pas tout à fait prématuré d'évoquer une affectation « *des dividendes d'une croissance plus forte pour partie à la baisse des*

prélèvements obligatoires », ainsi que le fait le Gouvernement dans son programme pluriannuel des finances publiques ?

Un allègement des **prélèvements obligatoires** est évidemment souhaitable. Dans un contexte de **croissance durablement élevée**, où l'objectif de la politique budgétaire **doit** être celui d'un retour vers l'**équilibre** des comptes publics, il n'est cependant possible que s'il est « gagé » par des **économies équivalentes** sur les dépenses.

II. DEUX ENJEUX POUR L'EQUILIBRE A MOYEN TERME DES FINANCES PUBLIQUES : LES EFFECTIFS PUBLICS ET LES DEPENSES DE SANTE

1. L'évolution des effectifs publics

Les experts de l'OFCE ont retenu une hypothèse d'augmentation des **effectifs** publics sur la période 1999-2004 de 1 % par an. Cette hypothèse, combinée à celles sur l'évolution des rémunérations publiques (cf. ci-dessus, page 68), porte à 2,7 % par an la croissance en volume de la masse salariale publique.

Cette augmentation annuelle moyenne des effectifs se décompose, par hypothèse, en 0,7 % d'augmentation tendancielle (soit + 40 000 emplois publics par an environ) et 0,3 % d'augmentation liée à la mise en œuvre des 35 heures dans la fonction publique (soit + 15 000 emplois par an).

Il faut convenir qu'une évaluation de l'impact de la mise en œuvre des 35 heures dans la fonction publique apparaît, au regard de la rationalité économique, extrêmement délicate : comment, par exemple, peut-on avancer un pronostic quant aux conséquences en termes de **productivité**, de la réduction du temps de travail dans le secteur **non marchand** ?

On peut d'ailleurs considérer l'hypothèse d'augmentation des effectifs publics de 0,3 % par an, suite à la mise en œuvre des 35 heures, comme très minimaliste. Mais on peut en déduire qu'implicitement, les experts de l'OFCE ont considéré que l'introduction des 35 heures se traduirait de manière globale par une reprise de la croissance des effectifs publics au rythme observé sur longue période.

Or, la **vraisemblance** de ce raisonnement semble à votre rapporteur particulièrement **inquiétante**. En effet, la **maîtrise** nécessaire des effectifs publics, au regard d'un objectif à moyen terme de retour à l'équilibre des

comptes publics dans un contexte de forte croissance, a toutes les chances d'être **compromise par la réduction de la durée du travail** appliquée au secteur public.

Selon les calculs de votre rapporteur, une **stabilisation des effectifs** publics permettrait, à l'horizon de la projection, une économie de l'ordre de 1 point de PIB, et une réduction du déficit public ainsi très supérieure à celle affichée par la projection.

2. Les dépenses de santé

Les dépenses de santé ne sont pas susceptibles d'une maîtrise aussi parfaite par les pouvoirs publics que d'autres catégories de prestations ou de dépenses publiques. Les dépenses sont en effet rendues aléatoires à la fois par la nature du risque, par les choix des assurés et par la relation « particulière » entre « offreurs » de soins et « consommateurs » de soins (relation caractérisée par ce que les économistes qualifient d'« asymétrie d'information »).

Depuis 1995, la tendance d'évolution des dépenses de santé connaît un infléchissement avec une augmentation en volume inférieur à 2 % par an.

Cependant, la forte augmentation des dépenses de santé observée au dernier trimestre 1998 et au premier trimestre 1999 conduit à s'interroger sur le caractère durable de ce ralentissement.

Celui-ci a en effet été obtenu au prix d'un effort extrêmement volontariste des pouvoirs publics pour freiner la dérive des dépenses. Ce contrôle est dû à un contingentement tant du volume que du prix des soins médicaux.

Cet effort est-il **tenable**, en particulier dans une période d'accélération de la croissance et du **revenu** des ménages ? On observe en effet sur le passé qu'une phase de croissance soutenue a pour effet de détendre la contrainte de financement des comptes de l'assurance-maladie, les professionnels de santé et les assurés percevant d'ailleurs eux-mêmes la détente de cette contrainte.

En réponse à la question posée ci-dessus, on peut formuler deux hypothèses « polaires » :

- soit on considère que le ralentissement de la période 1995-1998 est **durable** et que les pouvoirs publics, grâce à la poursuite des contingentements sur l'hôpital et à la réussite des réformes plus qualitatives sur la médecine ambulatoire et la consommation des médicaments, réussiront totalement à contrôler la dépense de santé. Dans ce cas, la progression en volume des

dépenses de santé serait de l'ordre de 1 % par an sur le moyen terme (soit sensiblement l'hypothèse retenue dans le programme triennal présenté par le Gouvernement qui se fixe un objectif d'augmentation de 1,15 % par an).

Sous cette hypothèse, les comptes de l'assurance-maladie seraient **excédentaires** à l'horizon 2004 (de l'ordre de **30 milliards de francs**) et le déficit public de l'ensemble des administrations publiques représenterait **1,2 % du PIB**.

- soit on considère que le ralentissement de 1995-1998 est le résultat de réformes **exceptionnelles**, que la dérive de la dépense de santé est inévitable, *a fortiori* dans une phase d'accélération du revenu des ménages.

Dans ce cas, la progression des dépenses maladie retrouverait sa progression tendancielle d'avant 1995, soit 4,2 % par an en volume.

Sous cette hypothèse, le déficit de la branche-maladie en fin de période atteindrait **100 milliards de francs** et le déficit de l'ensemble des administrations publiques **2,5 % du PIB**.

Votre rapporteur a déjà indiqué (cf. pages 68 et 69) que l'OFCE avait retenu un diagnostic intermédiaire entre les deux scénarios d'évolution de dépenses de santé décrits ci-dessus, soit une augmentation en volume de 2,25 % par an. C'est sous cette hypothèse que le déficit de l'ensemble des administrations publiques représente, au terme de la projection, 1,5 % du PIB.

Les développements ci-dessus sont néanmoins éclairants : ils permettent en effet de donner une « fourchette » quant à l'évolution du déficit public en fonction des évolutions possibles des dépenses de santé et d'apprécier ainsi l'**enjeu** que représente leur **maîtrise** pour l'équilibre à moyen terme des finances publiques.

III. QUELS PRINCIPES DE POLITIQUE BUDGETAIRE ?

Le contexte de l'Union européenne crée une exigence de transparence et de lisibilité pour les politiques budgétaires nationales.

C'est pour y répondre que le Gouvernement a énuméré cinq principes de politique budgétaire dans le programme pluriannuel des finances publiques à l'horizon 2002 qu'il a présenté devant les instances européennes.

Ces cinq principes sont les suivants :

1 « *Permettre à la politique budgétaire d'absorber les à-coups conjoncturels, en particulier en cas d'évolution différenciée entre l'économie française et la zone euro...*

2. *fixer une trajectoire pluriannuelle d'évolution en volume des dépenses publiques et limiter autant que possible les écarts par rapport à cet objectif de dépenses.*

3. *protéger l'économie française des conséquences d'un ralentissement ultérieur de l'activité en poursuivant la réduction du déficit public.*

4. *fixer les objectifs de solde des administrations en fonction de l'évolution souhaitable du ratio de dette publique sur un cycle entier.*

5. *affecter les dividendes d'une croissance plus forte pour partie à la baisse des prélèvements et pour partie au désendettement. »*

La formalisation de ces principes traduit un souci de cohérence globale de la politique budgétaire qui mérite d'être souligné. Elle permet la définition d'une **stratégie budgétaire à moyen terme**.

Néanmoins ces principes ne sont pas assortis d'indications chiffrées précises¹. Aussi votre rapporteur est-il conduit à les confronter aux résultats de la projection à moyen terme réalisée par l'OFCE à la demande de la Délégation pour la Planification.

- Concernant le principe n° 1, la politique budgétaire doit s'assigner un objectif clairement **contracyclique**². En effet, le dynamisme de la demande interne paraît se confirmer. De plus, la croissance française est plus rapide que celle de ses partenaires européens, évolution qui pourrait se confirmer au cours des prochaines années. Afin de faciliter la **coordination** des politiques économiques en Europe et d'éviter un durcissement de la **politique monétaire**, il revient à la politique budgétaire de gérer la situation particulière de l'économie française par rapport à la moyenne européenne.

A l'analyse de la loi de finances pour 2000 et du projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 2000, on peut considérer que la politique budgétaire ne répond pas à cet objectif contracyclique³.

¹ *A cet égard, cette programmation pluriannuelle des finances publiques aurait gagné en crédibilité si elle avait été assortie d'indications beaucoup plus détaillées sur l'évolution des différents postes de dépenses, en particulier celle de la masse salariale publique.*

² *On dit qu'une politique économique est « contracyclique » lorsqu'elle s'efforce de freiner les évolutions « spontanées » de l'activité - par une orientation restrictive en cas de forte accélération ou, au contraire, expansionniste en période de ralentissement - au lieu de les amplifier - on qualifie alors l'orientation de la politique économique de « procyclique ».*

³ *Selon l'OFCE, l'impulsion budgétaire en 2000 serait neutre (cf. Lettre de l'OFCE du mardi 19 octobre 1999).*

A moyen terme, le financement pour le moins incertain des 35 heures (cf. page 97), son application à la fonction publique, ainsi que les « tentations diverses » de baisse des prélèvements sans économies de dépenses correspondantes font également craindre que la politique budgétaire ne prenne une orientation « **procyclique** », tout à fait inadaptée dans une période de forte reprise cyclique.

- Votre rapporteur souhaiterait que le respect du principe n° 2 sur l'évolution des dépenses se traduise par des **engagements** précis quant à l'évolution des effectifs publics et à l'incidence des 35 heures dans la fonction publique, compte tenu du poids des dépenses de la **fonction publique** (50 % de dépenses de l'Etat).

- L'objectif d'un **déficit** de 1 % en 2002 que se fixe le programme pluriannuel, ou encore le résultat de la projection réalisée par l'OFCE (1,5 % du PIB pour le déficit public en 2004) sont tout à fait insuffisants au regard de la nécessité de dégager des marges de manoeuvre pour la politique budgétaire en cas de **retournement conjoncturel (principe n° 3)**.

- Le ratio dette publique / PIB a augmenté de près de 20 points en dix ans. La réduction du déficit, l'accélération de la croissance et la baisse des taux d'intérêt devraient permettre de stopper cette évolution puis de l'inverser. Selon les résultats de la projection réalisée par l'OFCE, le ratio de dette **diminuerait** à partir de 2000. Il passerait ainsi de 60,6 % du PIB en 1999 à 57,1 % en 2004. Au regard de l'augmentation enregistrée depuis dix ans, le respect du **principe n° 4** devrait conduire à fixer un objectif à moyen terme de solde des administrations publiques proche de l'**équilibre**, du moins tant que la croissance se maintient sur un rythme élevé, afin de permettre une **réduction plus rapide** du *ratio* de dette.

- Enfin, l'affectation des « *dividendes d'une croissance plus forte pour partie à la baisse des prélèvements* » (**principe n° 5**) apparaît tout à fait prématurée tant que des objectifs ambitieux de rééquilibrage des comptes publics n'ont pas été atteints, tout au moins si cette baisse des prélèvements n'est pas « gagée » par des économies de dépenses correspondantes.

ANNEXE N° 1

UNE PROJECTION DE L'ECONOMIE FRANÇAISE (1999-2004)

SOMMAIRE

	Pages
I. CONCEPTION GENERALE DE L'EXERCICE	79
II. PRINCIPALES HYPOTHESES DE LA PROJECTION	82
A. TAUX D'INTERET ET TAUX DE CHANGE	82
B. L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL.....	83
C. LES FINANCES PUBLIQUES.....	86
D. LA PRODUCTIVITE DU TRAVAIL	87
III. PRESENTATION DES RESULTATS MACROECONOMIQUES	89
A. LA CROISSANCE.....	89
B. LES MENAGES	91
C. LES ENTREPRISES	93
D. LES ECHANGES EXTERIEURS.....	94
E. EMPLOI ET CHOMAGE.....	96
F. L'IMPACT DES 35 HEURES	97
G. LES PRIX	103
IV. TENDANCES DES FINANCES PUBLIQUES	104
A. LES RECETTES.....	104
B. L'EVOLUTION DES DEPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	105
1. <i>La masse salariale</i>	106
2. <i>Les consommations intermédiaires</i>	107
3. <i>Les investissements publics</i>	108
4. <i>Les prestations sociales</i>	109
a) Les prestations-maladie	109
b) Les prestations-vieillesse.....	112
c) Les prestations familiales et le Revenu Minimum d'Insertion	112
d) Les prestations-chômage	113
C. LE BESOIN DE FINANCEMENT ET LA DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES.....	114

Cette note, établie par la Division des Etudes macroéconomiques du Service des Etudes du Sénat, présente les résultats d'une projection réalisée par l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) à l'aide du modèle MOSAÏQUE.

I. CONCEPTION GENERALE DE L'EXERCICE

- Cette projection de l'économie française à l'horizon de cinq ans - 2004 en est le terme - a été réalisée par l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) à l'aide de son **modèle** de simulation de l'économie française, MOSAÏQUE. Elle est de nature essentiellement **macroéconomique**.

Les experts de l'OFCE se sont attachés toutefois à en tirer le maximum d'indications sur l'évolution des **finances publiques** (principalement au cours des années 1999, 2000 et 2001).

Si les résultats affichés pour les deux premières années (1999 et 2000) peuvent être considérés comme une **prévision**, les quatre dernières années (2001 à 2004) ne décrivent pas le scénario le plus **probable**, mais plutôt une extrapolation des **tendances** à l'œuvre jusqu'en 2000. Il s'agit ainsi d'**illustrer**, par une projection à cinq ans, les questions et les choix devant lesquels se trouvent aujourd'hui les responsables de la politique économique.

- Dans le but de mettre à la disposition des Sénateurs une telle « illustration », les évolutions macroéconomiques ont délibérément un caractère **tendanciel**.

Ce choix influence notamment trois catégories d'hypothèses :

- Le scénario d'environnement international à moyen terme, qui sert de cadre à la projection de l'économie française, a été élaboré à partir des estimations de croissance potentielle réalisée par l'OCDE ou par le FMI pour les zones hors OCDE. Par construction, le scénario d'environnement international à moyen terme prolonge ainsi les évolutions constatées sur le passé.

- Les prix des partenaires étrangers de la France évolueraient de manière telle que la compétitivité-prix de l'économie française serait stable. Une hypothèse de cette nature a évidemment un caractère conventionnel, mais il serait hasardeux d'en retenir une autre dans le cadre d'un exercice de moyen terme.

- Le taux d'épargne des ménages français est stabilisé en projection à 16,5 %, soit un niveau sensiblement supérieur à la moyenne observée sur 1990-1998 (15,4 %).

Au regard des choix ainsi opérés, il est logique que les évolutions macroéconomiques décrites par la projection prolongent les tendances lourdes à l'œuvre dans l'économie française.

- La prolongation en projection des évolutions passées de la **durée du travail** aurait paru peu vraisemblable. Les auteurs de la projection ont ainsi cherché à simuler l'impact de la réduction de la durée légale hebdomadaire du travail à 35 heures (cf. page 97), dont les modalités sont actuellement discutées par le Parlement.

La baisse de la durée du travail a été en moyenne de 0,3 % par an depuis 1980 (en raison du développement du travail à temps partiel). L'application des 35 heures porterait le rythme de cette baisse à 0,7 % par an en moyenne sur la période 1999-2004.

- Concernant les finances publiques, la projection tient compte de la nécessité de leur redressement, afin de maîtriser l'évolution de la dette publique, et des engagements pris par la France dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance, qui se sont traduites par la présentation en janvier 1999, devant la Commission européenne, d'une programmation pluriannuelle des finances publiques.

Cela se traduit globalement par une hypothèse de ralentissement de l'évolution des **dépenses publiques** par rapport à leur rythme de croissance de longue période. Celles-ci croîtraient de 2,2 % par an *en volume* de 1999 à 2004, contre 2,6 % par an entre 1991 et 1998. L'hypothèse ainsi retenue par les auteurs de la projection traduit toutefois un relâchement dans la maîtrise des dépenses publiques par rapport aux années 1996 à 1998.

- Malgré un ensemble d'hypothèses relativement « conservatrices », la projection met en évidence une **inflexion** des tendances de l'économie française. La croissance affichée en projection (+ **2,8 % par an** en moyenne sur le moyen terme) est en effet nettement plus élevée non seulement qu'au cours de la période 1990-1998 (1,5 % par an), marquée par des conditions monétaires (taux d'intérêt et taux de change) particulièrement pénalisantes et caractérisée par un fort ralentissement de l'activité, mais aussi que sur une période plus longue (+ 2 % par an en moyenne entre 1980 et 1998).

Ceci peut s'expliquer par le type de reprise que connaît l'économie française depuis 1998. Le secteur marchand a créé 325.000 emplois en 1998 et en créerait 220.000 en 1999, évolution qui se traduit par une accélération de la progression du revenu des ménages.

Cette situation de départ suscite, selon le modèle, des **enchaînements** économiques **favorables** : la baisse du chômage entraîne une évolution des salaires et des revenus des ménages plus rapide que par le passé, les perspectives de débouchés sur le marché intérieur contribuent au soutien de

l'investissement des entreprises, les contraintes d'ajustement des finances publiques sont allégées par l'effet de l'accélération de l'activité...

Ces évolutions cumulatives sont en outre amplifiées dans la projection par un phénomène de rattrapage du déficit de demande des agents privés (en particulier pour ce qui concerne l'investissement des entreprises), qui s'est creusé au cours des années 1990-1996.

Enfin, le redressement de la **demande** privée ne se heurte pas à des contraintes du côté de l'**offre** productive, à la fois en raison de la permanence d'un excès de l'offre sur la demande du travail (même si le chômage baisse) et de la relative aisance financière des entreprises, qui leur permet de soutenir une accélération de l'investissement.

II. PRINCIPALES HYPOTHESES DE LA PROJECTION

A. TAUX D'INTERET ET TAUX DE CHANGE

Par convention, la projection prolonge à l'horizon du moyen terme les prévisions à court terme (1999-2000) de taux d'intérêt et de taux de change que l'OFCE vient de présenter¹.

- Celles-ci supposent un resserrement progressif de la politique monétaire en **Europe**, compte tenu de la hausse du rythme de l'activité. Les taux d'intérêt à court terme comme à long terme augmenteraient ainsi d'un demi-point en 2000 par rapport à 1999 (de 2,8 % à 3,3 % pour les taux à court terme et 4,5 % à 5 % pour les taux longs).

Les inflexions de la politique monétaire **américaine** seraient de faible ampleur (hausse d'un demi-point de 1999 à 2000, de 5,2 % à 5,7 %) et permettraient à la fois de faire face à la hausse du prix de l'énergie et de stabiliser les marchés d'actions.

Les taux longs américains ont augmenté d'un point depuis le début de 1999. Cette hausse était attendue en raison des craintes inflationnistes que la poursuite de la forte croissance de l'économie américaine fait peser et, aussi, du retour des capitaux vers les pays émergents. En moyenne annuelle, les taux à long terme américains passeraient ainsi de 5,6 % en 1999 à 6 % en 2000.

- Le mouvement de baisse de l'**euro**, intervenu en 1999 (de 1,17 dollar début 1999 à 1,07 dollar aujourd'hui) devrait s'inverser en 2000. La persistance du déficit extérieur américain et l'amélioration de la conjoncture européenne, combinées à un ralentissement aux Etats-Unis, devraient en effet conduire à une appréciation de l'euro en 2000 (de 1,07 à 1,09 dollar).

Le **yen** baisserait à nouveau en raison de l'enlisement de l'économie japonaise.

¹ Cf. Lettre de l'OFCE n° 190 du 19 octobre 1999

HYPOTHESES DE TAUX DE CHANGE ET DE TAUX D'INTERET

	1998	1999	2000	2001-2005
Taux d'intérêt courts				
Etats Unis.....	5,5	5,2	5,7	5,7
Japon	0,7	0,2	0,2	0,2
Allemagne puis zone euro	3,5	2,8	3,3	3,3
Taux d'intérêt longs				
Etats Unis.....	5,3	5,6	6	6
Japon	1,4	2	2,5	2,5
Allemagne puis zone euro	4,6	4,5	5,0	5,0
Taux de change				
\$/Yen	131	114,5	109,3	109,3
Livre/DM	2,92	2,94	2,88	2,88
Euro/\$	1,12	1,07	1,09	1,09

Source : Prévisions OFCE.

B. L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

- Le redressement de l'économie mondiale constaté en 1999 se prolongerait en **2000**. La croissance mondiale passerait ainsi de 3 % en 1999 à 3,5 % en 2000.

- Le dynamisme de l'**économie américaine** s'est confirmé en 1999 (+ 3,8 % de croissance après + 3,9 % en 1998). Celle-ci connaîtrait en 2000 un ralentissement modéré (+ 2,6 %). Ainsi les risques de ralentissement brutal (surévaluation de la Bourse, surchauffe, endettement des agents privés et déficit extérieur) ne se matérialiseraient pas. L'OFCE considère en effet que les ajustements de l'économie américaine se feraient en douceur, grâce à la fois à la bonne combinaison de la politique monétaire et de la politique budgétaire et aux facteurs plus structurels propres à l'économie américaine (fin de l'inflation et maintien d'importants gains de productivité).

- La reprise conjoncturelle observée en **Europe** depuis le deuxième trimestre de 1999 se prolongerait en 2000 grâce à l'amélioration des débouchés extérieurs et à la bonne tenue de la demande interne.

La croissance de la zone euro, qui est passée de 2,7 % en 1998 à 2,1 % en 1999 sous l'effet de la crise des pays émergents, s'établirait ainsi à

3 % en 2000. Il faut noter que les grands pays européens, à l'exception de la France, connaîtraient en 2000 une croissance inférieure à cette moyenne (+ 2,8 % pour l'Allemagne et le Royaume-Uni, et + 2,6 % pour l'Italie). Le déficit de croissance de ces pays, relativement plus affectés par la crise des pays émergents en raison de leur spécialisation géographique et industrielle par rapport à la moyenne européenne, se réduirait toutefois sensiblement.

- Au Japon, les effets de l'impulsion budgétaire (investissements publics et réductions d'impôts), qui ont permis en 1999 de redynamiser l'activité, se dissiperaient. En effet, l'investissement privé ne semble pas avoir pris le relais de l'investissement public, signe de la dégradation des anticipations de rentabilité des investissements. La croissance de l'économie japonaise ne parviendrait pas à se redresser en 2000 (+ 1 % après + 1,2 % en 1999).

- Certains **pays émergents d'Asie** connaissent à nouveau une croissance vigoureuse, stimulée par les gains de compétitivité consécutifs à la crise financière et à la dévaluation de leur monnaie. Cela semblerait confirmer le diagnostic selon lequel les fondamentaux de l'économie réelle dans ces pays étaient sains. Le retour de la croissance dans cette zone se poursuivrait donc. La croissance se stabiliserait autour de 5 % (après + 6 % en 1999 et - 2,3 % en 1998).

- Après une stagnation en 1999, l'**Amérique latine** enregistrerait une croissance de 3,5 % en 2000, grâce au redressement de l'économie brésilienne qui bénéficie d'un niveau favorable de compétitivité et à la bonne tenue de l'économie mexicaine.

- L'économie **russe** s'est redressée en 1999 en raison de la dépréciation du rouble et du dynamisme de l'industrie. La croissance atteindrait 1,5 % en 1999 et 2,5 % en 2000. Les **pays d'Europe centrale et orientale** connaîtraient une évolution similaire, malgré les contraintes que fait peser la nécessité de rééquilibrer le solde extérieur et de contrôler l'inflation.

• A l'horizon du **moyen terme** (2001-2004), la croissance des partenaires de la France est évaluée à partir des estimations de leur **croissance potentielle** réalisées par l'OCDE ou par le FMI pour les zones hors OCDE (cf. **tableaux** ci-dessous).

CROISSANCE POTENTIELLE DES PRINCIPAUX PARTENAIRES EUROPEENS DE LA FRANCE

Source	France	Allemagne	Royaume- Uni	Italie	Espagne	Pays- Bas	Belgique	Autre UE	Autre Europe	UE
OCDE	2,0	2,1	1,9	1,9	3,2	3,2	1,8	3,5	2,4	2,5
FMI	2,3	2,1	2,2	1,8						
		(17 %)	(10 %)	(11 %)	(6 %)	(4 %)	(8 %)	(7 %)	(5 %)	(53 %)

Entre parenthèses figurent la part de ces économies dans les échanges extérieurs de la France.

Source : OCDE, FMI.

CROISSANCE POTENTIELLE DES PRINCIPAUX PARTENAIRES HORS EUROPEENS DE LA FRANCE

Source	Etats-Unis	Japon	Autres OCDE hors Europe	Afrique	Amérique latine	Asie	Moyen Orient et OPEP	Europe Est
OCDE	2,9	0,8	2,7					
FMI	2,7	1,0		2,6*	3,6*	7,5*	3,7*	2,2*
	(8 %)	(2 %)	(2 %)	(6 %)	(3 %)	(4 %)	(5 %)	(2 %)

** Ce calcul correspond à la moyenne de la croissance de cette zone sur les dix dernières années.*

Entre parenthèses figurent la part de ces économies dans les échanges extérieurs de la France.

Source : OCDE, FMI.

Les hypothèses de croissance des partenaires de la France ainsi retenues permettent d'évaluer, à l'aide de l'élasticité de leurs importations à la croissance, la demande étrangère adressée à la France. Celle-ci progresserait de 9,1 % en 2000 (après 2,5 % en 1999), puis rejoindrait à moyen terme son rythme tendanciel d'évolution, soit 6,8 % par an.

L'ensemble de ces hypothèses sont récapitulées dans le **tableau** ci-dessous.

PRINCIPALES HYPOTHESES D'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

	1998	1999	2000	2001-2005*
EVOLUTION DU PIB EN %				
- Union Européenne	2,6	2,1	3,0	2,5
- dont <i>Allemagne</i>	1,9	1,3	2,8	2,1
<i>Italie</i>	1,3	1,2	2,6	1,9
- <i>Royaume-Uni</i>	2,2	1,7	2,8	1,9
- OCDE	2,3	2,6	2,5	2,5
- dont <i>Etats-Unis</i>	3,9	3,8	2,6	2,9
- Demande mondiale adressée à la France ⁽¹⁾	6,7	2,5	9,1	6,8

* Taux de croissance potentiel annuel sur les années 2001-2005.

⁽¹⁾ En produits manufacturés.

- Enfin, les auteurs de la projection ont retenu l'hypothèse conventionnelle selon laquelle la **compétitivité-prix** de la France ne sera pas modifiée à l'horizon 2004. Cela signifie que les prix des concurrents évolueraient au rythme des prix français.

C. LES FINANCES PUBLIQUES

L'évolution des finances publiques est détaillée dans la quatrième partie de la note.

Les hypothèses retenues correspondent à un **ralentissement** des dépenses de l'ensemble des administrations publiques : celles-ci ne progresseraient en volume que de 2,2 % par an en moyenne de 1999 à 2004, contre 2,6 % de 1991 à 1998. Cette orientation restrictive est toutefois appliquée en projection avec moins de rigueur que sur la période 1996-1998. Ainsi les auteurs de la projection ont-ils supposé une poursuite de l'augmentation des **effectifs de l'ensemble** des administrations publiques légèrement supérieure à celle des dix dernières années (afin de tenir compte des négociations sur les 35 heures dans la fonction publique) et une évolution

plus dynamique du **pouvoir d'achat** de l'**indice** brut du traitement des fonctionnaires (+ 0,6 % par an en moyenne).

Pour l'**Etat**, les hypothèses relatives aux dépenses correspondent aux dispositions de la programmation pluriannuelle des finances publiques, soit une augmentation de 1 % en **francs constants** de 2000 à 2002. Les hypothèses en matière de recettes tiennent compte des mesures contenues dans le projet de loi de finances pour 2000 et dans le projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 2000 (en particulier des principales mesures de financement des allègements de charges associées aux 35 heures : contribution sociale sur les bénéfiques et extension de la taxation des activités polluantes).

Les auteurs de la projection ont considéré que le respect des objectifs de croissance des **dépenses maladie** inscrit dans la programmation pluriannuelle des finances publiques (+ 1,15 % par an en volume), dans un domaine où la régulation des dépenses par les pouvoirs publics est difficile, apparaissait peu vraisemblable. Ils ont ainsi retenu en projection la prolongation de la tendance de croissance de dépenses maladie observée depuis le début des années 1990, soit 2,25 % par an en volume (cf. pages 109 et suivantes).

L'**ensemble** des **prestations** versées par les organismes de Sécurité sociale progresserait en volume de 2,1 % par an en moyenne.

D. LA PRODUCTIVITE DU TRAVAIL

Le choix d'une hypothèse d'évolution de la **productivité par tête** (mesurée par le rapport de la valeur ajoutée aux effectifs) détermine dans une projection l'**évolution de l'emploi** résultant du taux de croissance de l'économie. Elle a ainsi une incidence sur des variables fondamentales, telles que l'évolution du chômage, des salaires ou de l'épargne des ménages.

A moyen terme, l'augmentation de la productivité par tête dépend à la fois de l'évolution de la **productivité horaire** et de celle de la **durée du travail**.

L'hypothèse retenue pour l'évolution de la productivité horaire est celle d'un retour à la tendance observée au cours des dix dernières années, soit une augmentation de 2,4 % par an.

Compte tenu des hypothèses retenues quant à l'impact des 35 heures sur la baisse de la durée du travail, la **productivité par tête** augmenterait de 1,7 % par an entre 1999 et 2004, contre 2,3 % par an sur la période 1980/1999.

L'infléchissement de l'évolution de la productivité par tête ainsi retenue en projection -dont la contrepartie est un enrichissement du contenu en emplois de la croissance- n'est donc que la conséquence de la baisse de la durée du travail.

Selon certaines analyses, l'évolution de la productivité du travail aurait connu, au cours des années récentes, un ralentissement marqué, imputable à des facteurs tels que l'allègement des charges sur les bas salaires ou, plus structurellement, à l'extension de la part des services (où les gains de productivité sont plus faibles que dans l'industrie) dans le PIB.

Les auteurs de la projection ont considéré, cependant, que cette évolution demandera à être confirmée sur le plan statistique ; il serait imprudent d'introduire en projection un ralentissement de l'évolution de la productivité par tête plus marqué que celui que serait susceptible d'entraîner l'application des 35 heures.

Il faut néanmoins observer qu'une hypothèse plus volontariste sur l'enrichissement du contenu en emplois de la croissance aurait eu des effets plus **favorables** sur l'évolution de l'emploi en projection.

III. PRESENTATION DES RESULTATS MACROECONOMIQUES

A. LA CROISSANCE

• L'évolution du PIB et de ses principales composantes est décrite dans le **tableau** ci-dessous :

EVOLUTION DU PIB ET DE SES PRINCIPALES COMPOSANTES 1998-2004

	1998	1999	2000	2001	2002-2004*
POURCENTAGE ANNUEL DE VARIATION (<i>en volume</i>)					
- PIB en volume	3,4	2,6	3,5	2,8	2,8
- Importations	9,4	2,7	7,4	5,7	5,6
- Consommation des ménages.....	3,6	2,4	2,5	2,5	2,5
- FBCF des SNF-EI	7,3	5,8	7,0	4,3	3,1
- FBCF des ménages hors EI.....	3,4	7,5	2,2	2,3	2,2
- Exportations	6,9	1,7	7,5	6,1	6,2
- Variations des stocks (<i>contribution</i>)	0,4	0,0	0,3	0,0	0,0

* *Taux de croissance annuel moyen pour les années 2002, 2003 et 2004.*

- Les deux premières années - 1999 et 2000 - correspondent à la dernière prévision à court terme présentée par l'OFCE.

Elles décrivent une accélération de la croissance de l'économie française en 2000 (+ 3,5 %), après le ralentissement de 1999 dû à la crise asiatique et à la contraction des débouchés extérieurs, et un retour vers la trajectoire initiée en 1998.

- Les années suivantes - 2001 à 2004 -, la croissance se stabilise sur un rythme de 2,8 % par an.

Il faut ainsi observer que la croissance de l'économie française à moyen terme est **supérieure**, en projection, à celle de ses **partenaires**

européens (2,5 % par an en moyenne), à la croissance **potentielle** telle qu'elle est évaluée par l'OCDE ou le FMI (respectivement 2 % et 2,3 %) et à la croissance **observée** sur longue période (2,1 % de 1980 à 1999).

- Le **tableau** ci-dessous décrit l'évolution des **contributions** à la croissance du PIB en projection.

CONTRIBUTIONS A LA CROISSANCE DU PIB

	1998	1999	2000	2001	2002-2004*
MOYENNES ANNUELLES (en points de pourcentage du PIB)					
- Consommation des ménages	2,0	1,4	1,4	1,5	1,5
- FBCF des ménages hors EI	0,3	0,3	0,1	0,5	0,4
- FBCF des SNF-EI.....	0,7	0,6	0,8	0,1	0,1
- Dépenses des administrations	0,4	0,4	0,7	0,5	0,5
- Variation des stocks (<i>contribution</i>)...	0,4	0,0	0,3	0,0	0,0
Total de la demande intérieure.....	3,7	2,7	3,3	2,6	2,5
Solde extérieur.....	- 0,3	0,0	0,2	0,2	0,3

* *Contribution moyenne pour les années 2002, 2003 et 2004.*

Deux observations s'en dégagent :

- après un « pic » en 2000, imputable à l'accélération de la demande des entreprises (investissements et stocks) consécutive à l'amélioration de l'environnement international, la **contribution de la demande interne** à la croissance se stabilise à un **niveau élevé** (+ 2,5 points de croissance par an en moyenne).

- la **contribution des échanges extérieurs** à la croissance redevient **positive** à partir de 2000 et se stabilise sur le moyen terme (+ 0,3 point de croissance par an en moyenne). L'intérêt de ce résultat doit toutefois être relativisé en raison des hypothèses d'environnement international retenues (pas de modification de la compétitivité-prix de l'économie française et stabilisation des parts de marché à l'exportation, retour des économies partenaires vers leur sentier de croissance potentielle).

B. LES MENAGES

Le **tableau** ci-dessous résume les caractéristiques du compte des ménages dans la projection.

PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L'EVOLUTION DU COMPTE DES MENAGES

	1998	1999	2000	2001	2002-2004*
EVOLUTION EN POUVOIR D'ACHAT (en %)					
- Masse salariale	3,3	2,8	3,5	3,4	3,0
- Prestations sociales	2,7	2,5	1,2	1,9	2,0
- Revenu disponible brut	3,4	2,4	2,3	2,8	2,7
CONSOMMATION DES MENAGES (en % et en volume)	3,6	2,4	2,5	2,5	2,5
TAUX D'EPARGNE DES MENAGES (en points)	15,9	15,9	15,8	16,0	16,5

* Taux de croissance annuel moyen sur les années 2002, 2003 et 2004 ou niveaux en points en 2004 pour le taux d'épargne.

- L'évolution du pouvoir d'achat du **revenu des ménages** serait beaucoup plus soutenue sur le moyen terme (+ 2,6 % par an en moyenne) qu'au cours des six dernières années (+ 1,7 % par an de 1990 à 1998).

Trois facteurs expliqueraient cette évolution :

- la progression du **pouvoir d'achat du salaire par tête** (secteur privé) serait de l'ordre de 1,7 % par an en moyenne entre 1999 et 2004 (contre 1 % par an de 1990 à 1998), la baisse du chômage en début de période renforçant les revendications salariales et se traduisant par une évolution des salaires plus dynamique qu'au cours des années récentes¹ ;

- l'augmentation de l'emploi entraîne une progression de la masse salariale (+ 3,1 % par an en moyenne), plus rapide que celle du salaire par tête ;

¹ On observe une relation inverse entre salaires et niveau du chômage - ou « courbe de Phillips » - dans tous les modèles macroéconomiques.

- enfin, malgré leur ralentissement dont la projection retient l'hypothèse, les **prestations sociales** contribuent de manière significative à la croissance du revenu des ménages (pour 0,7 point par an en moyenne).

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DU POUVOIR D'ACHAT DU REVENU DES MÉNAGES

MOYENNES ANNUELLES EN POINT DE POURCENTAGE	1998	1999	2000	2001	2002-2004 *
Revenu disponible brut.....	3,4	2,4	2,3	2,8	2,7
dont :					
- Salaires bruts	1,7	1,4	1,8	1,8	1,7
- Cotisations sociales (hors CSG) ..	1,7	0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,2
- Prestations sociales	0,9	0,9	0,4	0,7	0,7
- Impôts (y compris CSG).....	- 3,0	- 0,7	- 0,3	- 0,3	- 0,3

* Contribution moyenne sur la période.

On peut voir par ailleurs dans le tableau ci-dessus les effets en début de période du **transfert** d'une partie des cotisations sociales des salariés vers la contribution sociale généralisée « élargie »¹. Ce transfert instaure un prélèvement sur les revenus du capital affecté au financement de la Sécurité sociale et se traduit par une moindre progression du revenu des ménages en 1998 et 1999.

Sur le moyen terme par ailleurs, impôts et cotisations sociales progressent comme le revenu des ménages et augmentent d'autant la progression du revenu disponible.

- L'évolution de la consommation des ménages dépend, outre de la progression du revenu disponible brut qui vient d'être décrite, de celle du **taux d'épargne**.

Les auteurs de la projection ont retenu l'hypothèse d'une stabilité du taux d'épargne des ménages en début de période, puis d'une légère augmentation de 2001 à 2004.

La consommation des ménages progresserait ainsi légèrement moins vite que leur revenu (+ 2,5 % par an en moyenne contre + 2,6 % par an pour le revenu disponible brut), sans que, cependant, son dynamisme de début de période ne s'infléchisse.

¹ Transfert résultant de la loi de financement de la Sécurité sociale pour 1998.

Une hypothèse de **baisse** du taux d'épargne des ménages, tout aussi vraisemblable dans une période de **baisse** du **chômage**, se serait traduite par une consommation des ménages plus vigoureuse.

C. LES ENTREPRISES

Les principales caractéristiques du compte des entreprises et l'évolution de l'investissement sont décrites dans le **tableau** ci-dessous :

PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L'EVOLUTION DU COMPTE DES ENTREPRISES

	1998	1999	2000	2001	2002-2004
RATIOS DU COMPTE DES ENTREPRISES (<i>niveaux en points</i>)					
- Taux de marge ¹	40,2	39,6	39,4	39,2	38,5*
- Taux d'investissement ²	16,6	16,9	17,5	17,7	17,7*
- Taux d'autofinancement ³	93,7	87,0	84,5	82,0	80,2*
INVESTISSEMENT (<i>évolution en volume et en %</i>)	7,3	5,8	7,0	4,3	3,1**

* Taux de croissance annuel moyen pour les années 2002, 2003 et 2004

** Niveau en fin de période

¹ Taux de marge : Excédent brut d'exploitation / Valeur ajoutée.

² Taux d'investissement : Investissement / Valeur ajoutée.

³ Taux d'autofinancement : Epargne brute / Investissement.

La projection décrit un « cycle d'investissement » caractéristique d'une période de reprise, cependant de **courte durée**. L'**effet « accélérateur »** de l'investissement induit par le redressement de la demande intérieure et l'augmentation des exportations en 2000 entraîne un net redressement de l'investissement en 2000 (+ 7,0 %). Celui-ci décélère par la suite pour se stabiliser sur un rythme d'augmentation proche de celui du PIB.

Il faut observer que le **taux de marge**¹ des entreprises **diminuerait** sur la période de projection (- 1,1 point), ce qui traduirait un renversement de tendance par rapport à la première moitié des années 90.

Le **taux d'autofinancement**² des entreprises diminuerait nettement sous le double effet de la baisse du taux de marge et du dynamisme de l'investissement.

D. LES ECHANGES EXTERIEURS

Dans une projection macroéconomique, l'évolution des échanges extérieurs résulte essentiellement de deux variables :

- la **compétitivité-prix**, d'une part ;
- le **différentiel de croissance** entre la France et ses partenaires, d'autre part : si la croissance de la France est supérieure à celle de ses partenaires, la demande étrangère en produits français évoluera moins vite que la demande française en produits étrangers (indépendamment des mouvements de compétitivité).

- A **court terme** (1999-2000), la **compétitivité-prix** des produits français, affectée en 1998 par la dépréciation du dollar et de plusieurs monnaies asiatiques, s'est redressée en 1999 avec l'appréciation du dollar, du yen et de la livre. Elle devrait se stabiliser en 2000.

En 1999, les exportations ont fortement ralenti suite au freinage de la **demande mondiale** consécutif à la crise asiatique. L'excédent extérieur s'est ainsi contracté en 1999 tout en demeurant à un niveau élevé, ce qui témoigne, dans un contexte de marché mondial moins dynamique, de la compétitivité de l'économie française.

En 2000, la demande mondiale connaissant, selon l'OFCE, un net redressement, la contribution du commerce extérieur à la croissance française redeviendrait positive (+ 0,3 point contre - 0,2 point en 1999) et l'excédent extérieur s'accroîtrait à nouveau.

- A **moyen terme**, il est difficile de retirer des enseignements significatifs sur l'évolution des échanges extérieurs, compte tenu des

¹ *Le taux de marge est le rapport de l'excédent brut d'exploitation à la valeur ajoutée. Lorsque ce rapport diminue, cela signifie donc que la part des profits des entreprises dans la valeur ajoutée diminue, et, inversement, que celle des salaires augmente.*

² *Dont l'estimation a sensiblement baissé, suite à la dernière révision des comptes nationaux (base 1995) réalisée par l'INSEE.*

hypothèses retenues par convention par les auteurs de la projection (hypothèse de stabilisation de la compétitivité et des parts de marché, retour des économies partenaires vers leur sentier de croissance potentielle).

La demande adressée à la France progressant par hypothèse plus vite que les importations françaises (compte tenu du potentiel de croissance des pays en développement), la contribution des échanges extérieurs à la croissance reste positive sur la période 2001-2004 et l'excédent de la balance des paiements courants (**capacité de financement de la Nation**) s'accroît pour atteindre 3,6 % du PIB en fin de période. Même s'il faut les regarder avec prudence, ces résultats montrent que l'économie française, compte tenu de sa compétitivité, s'enrichit avec l'augmentation tendancielle des échanges internationaux.

PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L'EVOLUTION DES ECHANGES EXTERIEURS

	1998	1999	2000	2001	2002-2004*
POURCENTAGE ANNUEL D'ACCROISSEMENT EN VOLUME					
- Demande étrangère de produits manufacturés.....	6,7	2,5	9,1	7,2	7,0
- Exportations totales	6,9	1,7	7,5	6,1	6,2
- Importations totales	9,4	2,7	7,4	5,7	5,6
CONTRIBUTION DES ECHANGES EXTERIEURS A LA CROISSANCE <i>(en points de PIB marchand) ..</i>	- 0,3	- 0,2	0,2	0,2	0,3
TAUX DE COUVERTURE EN VALEUR <i>(pourcentage moyen sur la période pour l'ensemble des biens et services)</i>	111,3	109,7	106,9	109,9	112,5
SOLDE DES BIENS ET SERVICES <i>(en milliards de francs).....</i>	225,6	207,4	216,8	257,0	396,0
CAPACITE DE FINANCEMENT DE LA NATION <i>(en % du PIB)</i>	3,0	2,7	2,6	2,8	3,6

* Taux de croissance annuel moyen pour les années 2002, 2003 et 2004 ou niveaux en 2004.

E. EMPLOI ET CHOMAGE

Comme on l'a indiqué ci-dessus, l'hypothèse retenue pour l'évolution de la productivité par tête (+ 1,7 % par an) prolonge la tendance observée au cours des dix dernières années.

Sous cette hypothèse, la projection décrit une progression de l'emploi total de 1,2 % par an en moyenne entre 1999 et 2004, soit en moyenne **267 000 créations nettes d'emplois** par an, ou encore **1,6 million** de créations nettes d'emplois en six ans.

Ce résultat tient compte de l'incidence de la mise en œuvre des 35 heures, qui se traduirait, selon l'évaluation de l'OFCE, par la création de 450 000 emplois supplémentaires en six ans (cf. ci-après).

L'OFCE retient par ailleurs une hypothèse d'augmentation de la population active **potentielle** de 150 000 par an de 1999 à 2001, puis de 110 000 par an environ de 2002 à 2004. L'évolution de la population active **effective** peut toutefois sensiblement s'écarter de celle de la population active potentielle : en effet, en période de ralentissement de l'activité et d'augmentation du chômage, des actifs potentiels peuvent renoncer à se présenter sur le marché du travail (« travailleurs découragés ») ; inversement, en période d'amélioration conjoncturelle, des personnes jusque-là découragées se présentent sur le marché du travail, entraînant ainsi une évolution de la population active observée supérieure à celle de la population active potentielle.

Ces phénomènes de « **flexion des taux d'activité** », simulés par le modèle, se traduisent en projection par une augmentation de la population active effective de **161 000 par an**.

Compte tenu de l'évolution plus rapide de l'emploi (267 000 créations nettes par an en moyenne), le nombre de chômeurs diminue en moyenne dans la projection de 100 000 par an environ sur la période 1999-2004.

Le taux de chômage diminuerait ainsi régulièrement, de 11,3 % en 1999 à 9,3 % en 2004.

EMPLOI ET CHOMAGE

	1999	2000	2001	2002-2004*
EVOLUTION MOYENNE (en milliers)				
- Emploi total.....	372	365	278	196
- Population active totale.....	231	231	169	112
- Nombre de chômeurs	- 141	- 134	- 109	- 84
- Taux de chômage (au sens du B.I.T.)	11,3	10,7	10,2	9,3

* Evolution annuelle moyenne sur la période et niveau en 2004 pour le taux de chômage.

F. L'IMPACT DES 35 HEURES

L'OFCE a cherché à intégrer les effets des 35 heures dans sa projection.

Par hypothèse, **dix millions** de **salariés** du secteur marchand sont ainsi supposés passer aux 35 heures, c'est-à-dire les 14 millions de salariés du secteur marchand, moins 2 millions de salariés à temps partiel, et 2 millions de salariés exclus pour diverses raisons (déjà à 35 heures, cadres dirigeants, etc.).

En contrepartie, les entreprises bénéficient :

- temporairement, des **aides incitatives** instituées par la loi du 13 juin 1998 ;

- à partir de l'an 2000, d'une **aide pérenne** de 4.000 F annuels par salarié du secteur marchand passé à 35 heures ;

- du renforcement des **allègements de charges** sur les **bas salaires**, qui sont augmentés de 15.000 F à 17.500 F par salarié et par an au niveau du SMIC, et qui sont étendus aux moyens salaires¹ (jusqu'à 1,8 SMIC).

Le **coût** total de ce dispositif atteindrait à terme, c'est-à-dire à l'expiration des aides incitatives, environ 65 milliards de francs par an (40 milliards de francs pour l'aide pérenne² + 25 milliards de francs pour

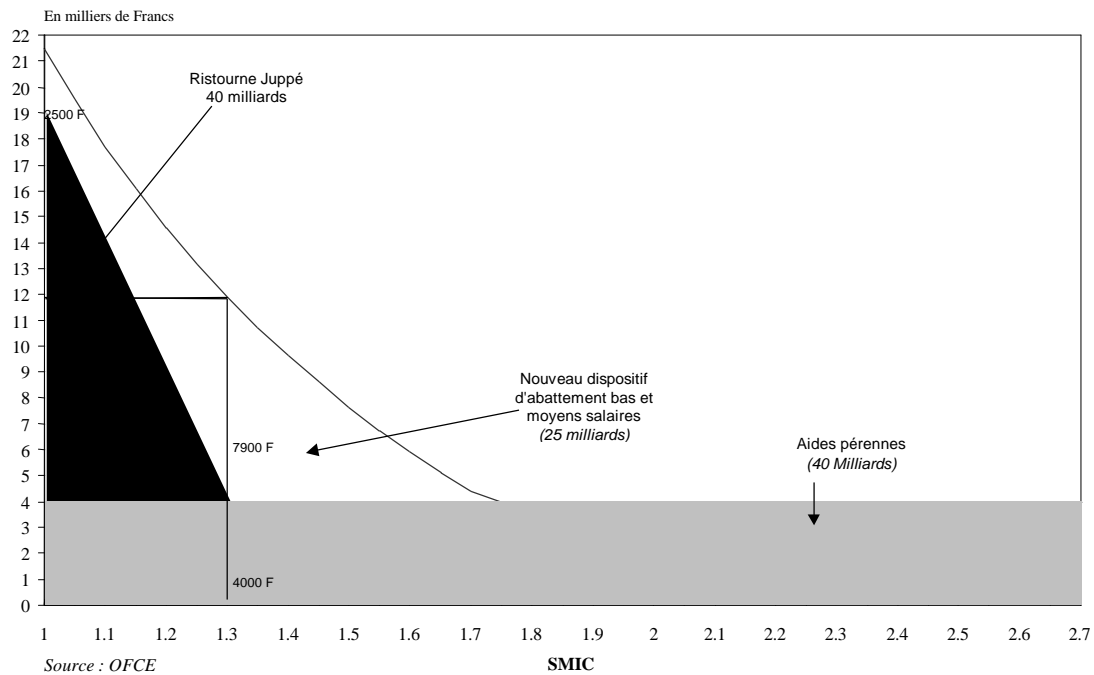
¹ Au total, le nouveau dispositif serait moins dégressif que les anciens allègements de charges, ce qui limiterait leur effet de « trappe à bas salaires ».

² 4.000 F / an x 10 millions de salariés.

l'augmentation de la « ristourne dégressive Juppé » et pour son extension aux moyens salaires), sous réserve que ces allègements ne soient pas revalorisés en fonction de l'évolution des prix ou du SMIC.

Après l'expiration des aides incitatives à la réduction du temps de travail, le nouveau dispositif d'allègement des charges se présenterait donc comme suit :

LE DISPOSITIF PREVU POUR LES ABATTEMENTS DE CHARGES SOCIALES PATRONALES



En projection, ces aides ne sont que partiellement **financées** par le relèvement progressif à hauteur de 12,5 milliards de francs chacune de la contribution sociale sur les **bénéfices** (CSB) d'une part ; de la taxe générale sur les activités polluantes (TGAP), d'autre part. L'OFCE n'a ainsi pris en compte ni la taxe temporaire sur les heures supplémentaires, ni un relèvement des droits sur le tabac ou les alcools au-delà de leur progression tendancielle. Au total, la mise en œuvre des 35 heures accroît ainsi en projection le déficit des administrations publiques d'environ 0,1 point de PIB, après prise en compte des effets de retour macroéconomiques.

Pour fixer les principaux paramètres de la réduction du temps de travail, l'OFCE s'appuie par ailleurs sur le bilan effectué par le ministère de l'Emploi, en distinguant **deux types d'accords** : des accords « Aubry I », où la réduction effective de la durée du travail est de quatre heures par semaine et

où les créations d'emplois s'élèvent à 8 % des effectifs¹; des accords dits « Aubry II », où la réduction de la durée du travail est de deux heures par semaine et où les créations d'emplois ne s'élèvent qu'à 3,7 % des effectifs. Ce second type d'accords n'ouvre pas droit aux aides incitatives instituées jusqu'au 31 décembre 1999. Dans les deux cas, les gains de productivité induits sont de l'ordre du tiers de la réduction de la durée du travail. La montée en charge des 35 heures est étalée sur quatre années (1999/2002) : l'année 2003 est donc la première année pleine. En 1999, les accords de type « Aubry I » sont majoritaires. Ensuite, les accords de type « Aubry II » sont prépondérants. En dépit d'une accélération des créations d'emplois à la fin de l'année 2001, avec le durcissement du régime des heures supplémentaires et la proximité de la date butoir pour les entreprises de moins de vingt salariés, les 35 heures seraient ainsi **de moins en moins créatrices d'emplois**.

**ACCORDS D'ENTREPRISES ELIGIBLES AUX AIDES PUBLIQUES
SIGNES DANS LE CADRE DE LA LOI DU 13 JUIN 1998
(DONNEES AU 1^{ER} SEPTEMBRE 1999)**

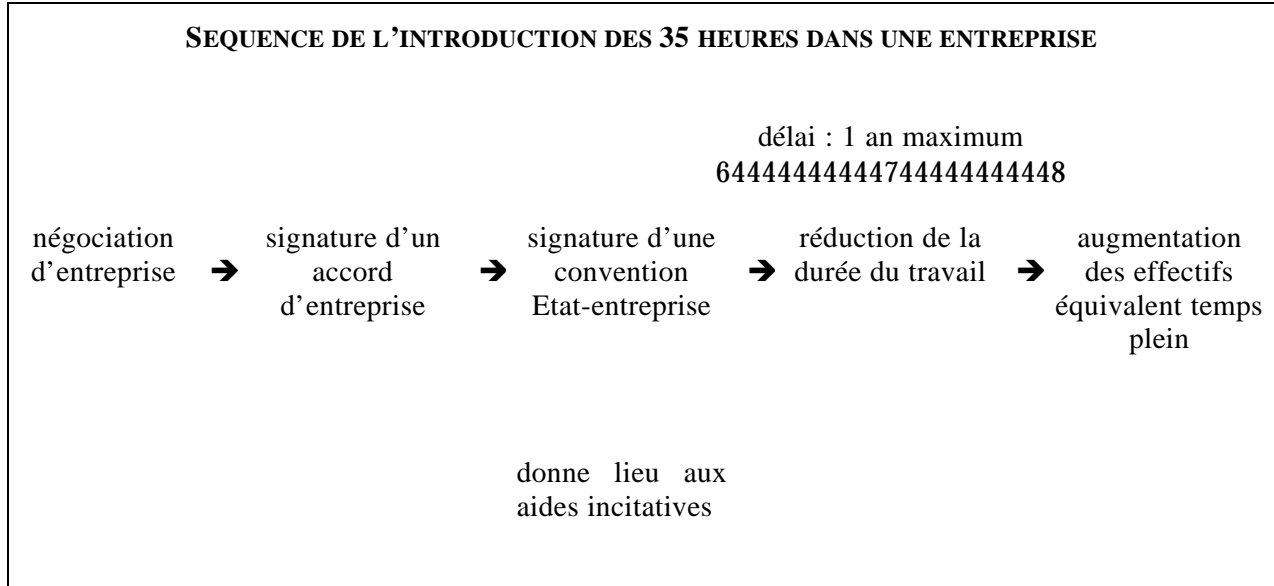
	Accords d'entreprises éligibles aidés	Accords d'entreprises éligibles non aidés
Nombre d'accords	14 599	421
Effectifs concernés (en %)	1 088 591 (69 %)	482 599 (31 %)
Evolution de la durée du travail (en moyenne)	- 4,2 heures	- 2 heures
Annonces en termes de créations ou de maintien d'emplois (en % de l'effectif initial)	85 064 + 7,8 %	16 389 + 3,4 %
Equilibre de la production		
Durée moyenne du travail	- 10,8 %	- 5,4 %
Augmentation des effectifs, estimée ex-post	+ 7,3 %	+ 3,3 %
Gains de productivité	+ 4,4 %	+ 2,3 %
Production	0,0	0,0

Source : Ministère de l'Emploi et de la Solidarité, 1999.

Enfin, la simulation prend en compte un **décalage** de **six mois** entre la signature d'une convention État-entreprises (donc l'octroi des aides publiques) et les embauches effectives : le coût net des abattements de charges pour les

¹ Fondés sur des évaluations antérieures, les chiffres retenues par l'OFCE diffèrent très légèrement de ceux du dernier bilan effectué par le ministère de l'Emploi.

finances publiques est donc, à court terme, supérieur à ce qu'il est à plus long terme.



La montée en charge des 35 heures s'effectuerait donc comme suit :

**HYPOTHESES RETENUES
POUR LA MONTEE EN CHARGE DES 35 HEURES**

	1999	2000	2001	2002
Salariés concernés (milliers)	600	3 140	5 740	9 500
Emplois créés <i>ex ante</i> (milliers)	50	170	270	420
(en % des salariés concernés)	8,3 %	5,4 %	4,7 %	4,4 %

Source : OFCE, 1999.

Rappelons que ces hypothèses reviennent à supposer le problème réglé au niveau de chaque entreprise : les **modèles** macroéconomiques ne peuvent en effet appréhender les difficultés de réorganisation des entreprises. Ils ne permettent que d'analyser les conséquences de certains scénarios dans un cadre cohérent et dynamique. Les experts de l'OFCE soulignent donc eux-mêmes que leurs hypothèses sur les 35 heures ne constituent en aucun cas une prévision et, qu'en raison des incertitudes sur le texte final de la seconde loi,

comme de la fragilité de leurs hypothèses, la projection est particulièrement sujette à caution.

Les experts de l'OFCE ont donc cherché à « isoler » l'impact des 35 heures. Ils ont, pour ce faire, réalisé une « variante » sur la réduction du temps de travail, c'est-à-dire une simulation des seuls effets des 35 heures, avant tout financement.

Simulation dynamique des effets macroéconomiques des 35 heures non financées
(Écart en niveau en % par rapport à un scénario sans réduction du temps de travail)

	1999	2000	2001	2002	2003	2005
♦ PIB	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
♦ Consommation des ménages	0,0	0,2	0,2	0,5	0,7	0,6
♦ Investissement	0,0	0,0	0,0	0,0	- 0,1	- 0,3
♦ Exportations	0,0	0,0	0,0	0,0	- 0,1	- 0,2
♦ Importations	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3
Prix						
♦ Prix à la consommation	0,0	0,1	0,4	0,8	1,2	2,1
Salaires						
♦ Salaire horaire réel	0,1	0,9	1,7	2,8	3,4	3,6
♦ Durée du travail	- 0,2	- 1,2	- 2,2	- 3,4	- 3,9	- 3,9
♦ Salaire réel par tête	- 0,1	- 0,3	- 0,5	- 0,6	- 0,5	- 0,3
Ménages						
♦ Revenu disponible brut des ménages	0,0	0,2	0,3	0,5	0,7	0,6
Emploi et chômage						
♦ Emplois (en milliers)	17	129	247	391	457	447
♦ Taux de chômage (en points)	0,0	- 0,3	- 0,5	- 0,8	- 1,0	- 1,0
♦ Prestations chômage	- 0,4	- 2,7	- 5,1	- 7,9	- 9,2	- 9,3
Entreprises						
♦ EBE/VA ¹ (en points)	0,0	0,0	- 0,1	- 0,2	- 0,4	- 0,7
Capacité de financement²						
♦ Entreprises ³	0,1	- 0,1	- 3,1	- 7,7	- 15,7	- 31,9
♦ Ménages	0,2	2,5	6,3	11,4	15,7	21,7
♦ Administrations publiques	- 0,4	- 4,5	- 8,4	- 13,6	- 14,7	- 14,3
♦ Solde public (en points de PIB)	0,0	0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1
♦ Solde extérieur (en points de PIB)	0,0	0,0	- 0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,3
¹ Excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée						
² En milliards de francs						
³ Sociétés et <i>quasi</i> sociétés + institutions financières						

Source : OFCE, modèle *Mosaïque*

Si l'on excepte un **effet de relance**, qui provient, dans la simulation ci-dessus, de ce que les aides aux 35 heures ne sont pas financées, et qui est atténué dans la prévision de l'OFCE par les effets récessifs de la CSB et de la TGAP, la simulation met en évidence **trois impacts** macroéconomiques des 35 heures :

- un effet de **partage de l'emploi** : le nombre d'**emplois** augmente ainsi de plus de 400 000 à l'horizon de la projection, environ un dixième de cette hausse étant imputable à l'effet de relance provenant de ce que les aides aux 35 heures ne sont pas intégralement financées ;

- un impact **inflationniste** : les prix à la consommation accélèrent continûment en raison du ressaut des salaires horaires initialement induit par la réduction du temps de travail, puis de l'accélération des salaires favorisée par la baisse du chômage (« *effet Phillips* »). La hausse des prix dégrade progressivement la compétitivité des exportations et le solde extérieur ;

- un **transfert des entreprises** vers les **ménages** : le revenu des **ménages** accélère vivement en raison du dynamisme accru de l'emploi, de la résistance du salaire moyen en début de période et de sa remontée à l'horizon de la projection. A l'inverse, le partage de la valeur ajoutée se déforme au détriment des **entreprises**, dont la capacité de financement et l'investissement sont réduits, avant même l'instauration de prélèvements supplémentaires.

G. LES PRIX

Une **baisse du taux de marge** des entreprises, comme c'est le cas en projection (cf. page 94), peut induire des **tensions inflationnistes** si les entreprises souhaitent augmenter leurs prix afin de restaurer leur taux de marge. Selon le modèle toutefois, le taux de marge ne s'éloigne pas de manière suffisante du niveau souhaité par les entreprises pour produire ce type d'enchaînement.

La projection confirme ainsi la tendance à la désinflation de l'économie française. Les prix à la **consommation** progresseraient de 1,1 % par an en moyenne et les **prix du PIB marchand** de 0,9 % par an en moyenne.

IV. TENDANCES DES FINANCES PUBLIQUES

Un modèle macroéconomique tel MOSAÏQUE ne donne qu'une vision globale des finances publiques : évolution de l'**ensemble de dépenses** des administrations publiques, évolution des **grandes catégories de recettes** et, enfin, évolution du **besoin de financement de l'ensemble** des administrations publiques.

Toutefois, la projection réalisée par l'OFCE permet de **tirer des enseignements** sur les tendances des finances publiques, notamment sur les questions suivantes :

- Quelle est l'**incidence** des évolutions **macroéconomiques** sur l'**équilibre des comptes publics** ?

- Comment la contrainte générale de redressement des finances publiques peut-elle s'appliquer aux diverses institutions publiques (Etat, Sécurité sociale et collectivités locales) ? Les auteurs de la projection ont ainsi été conduits à avancer leurs **propres hypothèses** sur l'évolution **à moyen terme** des dépenses de l'Etat, ainsi que sur celles des prestations sociales.

- Quelle est l'évolution du **besoin de financement** des administrations publiques et celle de la **dette publique** qui en résulte ?

A. LES RECETTES

La projection des recettes publiques est réalisée à législation constante, compte tenu des mesures annoncées par le Gouvernement et de celles actuellement discutées par le Parlement (projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 2000, projet de loi de finances pour 2000).

Il a ainsi été tenu compte des divers allègements d'impôts projetés par le Gouvernement : baisse de la TVA pour les travaux d'entretien du logement, diminution de 20 % environ des droits de mutation, suppression du droit au bail pour les ménages qui paient un loyer inférieur à 2 500 francs par mois, suppression de la surtaxe de 10 % sur les bénéfices des entreprises.

Inversement, la projection tient compte des **mesures de financement des 35 heures** qui pèseront sur les entreprises, telles que la contribution sociale sur les bénéfices ou la taxe verte (extension de la taxe générale sur les activités polluantes).

EVOLUTION DES RECETTES DES ADMINISTRATIONS

En % de PIB

	1991-1998	1999	2000	2001	2002-2004
TVA	7,5	7,5	7,3	7,2	7,2
Autres impôts indirects	7,6	7,5	7,5	7,5	7,4
dont TIPP	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Impôt sur le revenu des ménages	3,7	4,0	3,9	3,9	3,8
CSG et CRDS	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Impôt sur les sociétés	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3
Autres impôts sur le revenu et le patrimoine	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6
Cotisations employeurs *	12,1	12,1	11,9	11,7	11,6
Cotisations salariés	4,1	3,9	4,0	4,0	4,0
Cotisations non-salariés	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1

Sources : Comptes nationaux. Prévision OFCE-Modèle MOSAÏQUE.

* Non corrigées des allègements de cotisations sur les bas salaires.

B. L'EVOLUTION DES DEPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

La projection repose sur l'hypothèse d'un ralentissement **global** des dépenses des administrations publiques sur la période de projection (1999-2004) : en francs constants¹, elles progresseraient en moyenne de 2,2 % par an contre 2,6 % par an sur la période 1991-1998.

Pour les dépenses des administrations centrales, ces hypothèses tiennent compte du projet de loi de finances pour 2000 et de la programmation des finances publiques pour les années 2000 à 2002 présentée par le Gouvernement. Concernant les finances sociales, les auteurs de la projection ont privilégié des hypothèses plus tendancielles que celles retenues par le Gouvernement dans sa programmation pluriannuelle.

¹ En prenant les prix du PIB comme déflateur.

**EVOLUTION DES DEPENSES DE L'ENSEMBLE
DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(déflatées par le prix du PIB marchand)**

	1991-1998	1999	2000	2001	2002-2004*
ENSEMBLE DES DEPENSES en francs 1995	2,6	2,2	2,4	2,2	2,2
<i>dont :</i>					
- Masse salariale.....	2,4	3,5	3,5	2,5	2,3
- Consommations intermédiaires	1,3	1,4	1,2	1,4	2
- Investissements	0,3	0,6	0,6	1	1,3
- Prestations sociales	2,8	2,9	2,2	1,9	1,9

* Taux de croissance annuel moyen pour les années 2002, 2003 et 2004

1. La masse salariale

La masse salariale des administrations publiques progresse, en francs constants, de 3,5 % en 1999 et 2000, puis de 2,3 % par an de 2001 à 2004.

Cette évolution repose sur les hypothèses suivantes :

- la projection prolonge l'évolution moyenne des **effectifs** de l'ensemble des administrations (Etat, collectivités locales et hôpitaux), soit une augmentation de 40 000 par an des emplois ordinaires ;

- le dispositif en faveur des « emplois-jeunes » se traduirait par une augmentation de 350 000 du nombre d'emplois dans les administrations¹.

Combiné aux revalorisations indiciaires déjà décidées, cela se traduirait par une **forte accélération** de l'évolution de la masse salariale en **début de période** (+ 3,5 % en 1999 et 2000 contre 2,4 % par an de 1991 à 1998).

- la réduction du temps de travail dans la fonction publique se traduit par une augmentation des effectifs de 0,5 % en 2001, puis de 0,3 % par an de 2002 à 2004.

¹ Les auteurs de la projection ont ainsi supposé une pérennisation de ces emplois.

- une progression de 0,6 % par an de l'**indice** brut des **traitements** de la fonction publique à partir de 2001.

Sur le moyen terme, l'augmentation de 2,3 % par an de la masse salariale des administrations publiques se décompose de la manière suivante :

- une augmentation des effectifs de 1 % par an, soit 0,7 % d'augmentation tendancielle et 0,3 % d'augmentation liée à la réduction du temps de travail ;

- une progression du pouvoir d'achat de la **rémunération moyenne** dans la fonction publique de 1,3 % par an, soit 0,7 % d'effet de structure (« glissement - vieillesse - technicité ») et 0,6 % d'augmentation annuelle de l'indice brut.

2. Les consommations intermédiaires

Pour l'ensemble des administrations publiques, les consommations intermédiaires (qui comprennent les **dépenses courantes** des administrations hors dépenses de personnel, ainsi que les **dépenses militaires en capital**) augmenteraient en volume de 1,5 % par an en moyenne entre 1999 et 2004, soit un taux proche de celui de la période 1991-1998 (1,6 % par an en moyenne).

Pour les **collectivités locales**, ceci se traduirait par un ralentissement important (de 4 % par an en volume de 1991 à 1998 à 1,8 % par an de 1999 à 2004).

**TAUX DE CROISSANCE DES CONSOMMATIONS INTERMEDIAIRES
DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(Aux prix de 1995)**

(en % par an)

	1991-1998	1999	2000	2001	2002-2004*
- Administrations centrales	- 0,8	1,1	1	1	1
- Collectivités locales	4	1,6	1,5	1,8	2
- Sécurité sociale	2,8	1,9	1	1,4	1,9
- Ensemble des administrations publiques	1,6	1,5	1,2	1,4	1,6

* Taux de croissance annuel moyen pour les années 2002, 2003 et 2004

Pour la **Sécurité sociale**, la croissance en volume de cette catégorie de dépenses¹ serait ramenée à 1,7 % par an en moyenne de 1999 à 2004, contre 2,8 % par an de 1991 à 1998.

Les consommations intermédiaires de l'**Etat** croîtraient de 1 % par an de 1999 à 2004. Une réduction plus importante des dépenses militaires permettrait éventuellement des économies supplémentaires.

La tendance au **transfert** des dépenses de l'**Etat** vers les **collectivités locales** se poursuivrait ainsi en projection et en 2004, le volume des consommations intermédiaires des collectivités locales rejoindrait pratiquement celui de l'Etat.

3. Les investissements publics

En matière **d'investissements publics** (qui, au sens de la comptabilité nationale, ne comprennent pas les dépenses militaires d'équipement), l'hypothèse retenue est celle d'une légère reprise de leur progression en volume du fait du desserrement de la contrainte budgétaire (cf. **tableau** ci-dessous). Au total, celle-ci atteindrait seulement 1,2 % par an en moyenne, soit un taux de croissance inférieur de plus de moitié à celui du PIB. Pour les collectivités locales, le taux de croissance serait plus élevé que celui observé de 1991 à 1998. Pour l'Etat, l'augmentation en volume serait limitée à 0,8 % par an. Enfin, les investissements des administrations de Sécurité sociale (qui, dans

¹ Dans les définitions de la Comptabilité nationale, il s'agit essentiellement des dépenses hospitalières hors dépenses de personnel et d'investissement.

les définitions de la comptabilité nationale, incluent les investissements hospitaliers) augmenteraient de 0,7 % par an en volume, soit un freinage marqué par rapport à la période 1991-1998.

**TAUX DE CROISSANCE DES CONSOMMATIONS INTERMEDIAIRES
DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(Aux prix de 1995)**

	1991-1998	1999	2000	2001	2002-2004 ²
- Administrations centrales	- 0,4	0,6	0,7	0,8	0,9
- Collectivités locales	- 0,4	0,5	0,6	1,3	1,4
- Sécurité sociale ¹	4,6	0,2	0,5	0,8	1
- Ensemble des administrations publiques	0,2	0,5	0,6	1,5	1,6

¹ Ce concept inclut les hôpitaux

² Taux de croissance annuel moyen pour les années 2002, 2003 et 2004

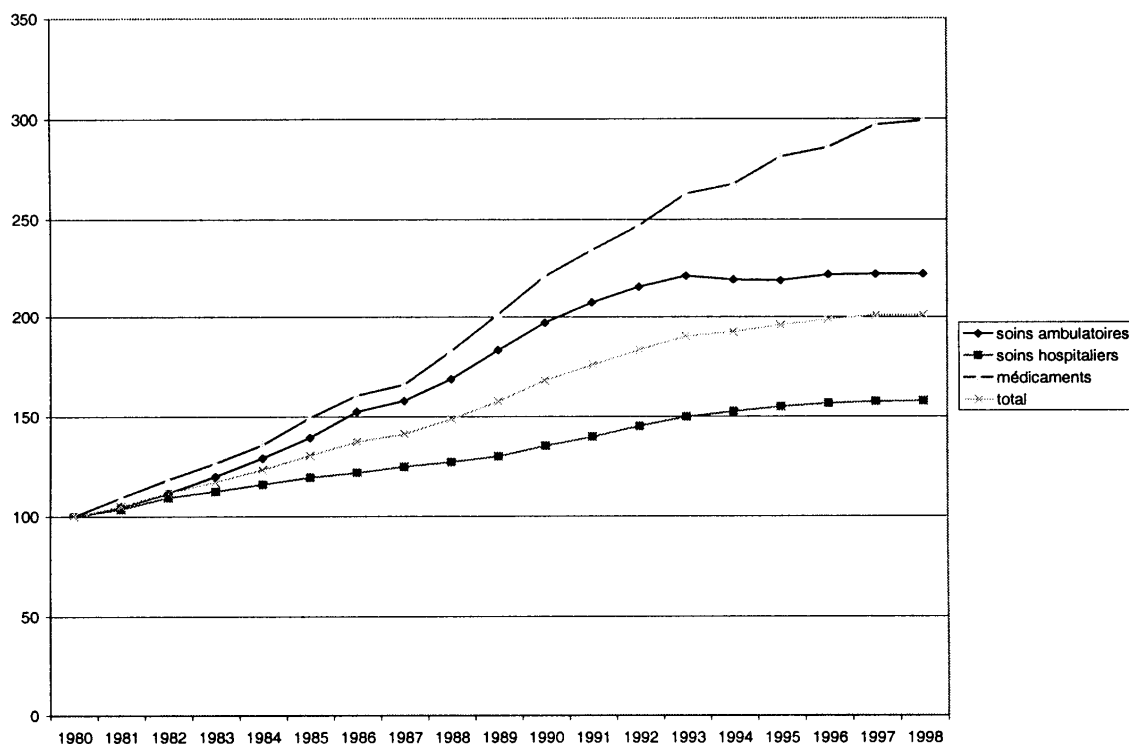
4. Les prestations sociales

a) Les prestations-maladie

Les dépenses-maladie ne sont pas susceptibles d'une prévision et d'un contrôle aussi précis que les allocations de retraite : les dépenses sont rendues aléatoires par la nature du risque ; en dehors de l'aléa maladie, les choix des assurés comptent et gouvernent l'évolution de la dépense en volume.

En grande masse, on observe, dans le **graphique** ci-dessous, une progression importante :

EVOLUTION DES DEPENSES DE SANTE EN VOLUME : INDICE 100 EN 1980



Sources : DREES – compte de santé 1997.

La progression des composantes de la dépense de santé est disparate : les consommations de **médicaments** se distinguent avec une progression de 6,5 % par an en volume (moyenne annuelle sur la période) ; le secteur **hospitalier** public, mieux contrôlé par les autorités, croît moins vite : 2,7 % par an. On note un infléchissement de la tendance à partir de 1995 avec des taux de croissance ramenés à moins de 2 % par an pour la consommation de santé agrégée.

Les **prix** sont assez bien contrôlés : l'indice des prix de la santé est inférieur à l'indice général des prix sur toute la période. Seul le prix de la médecine hospitalière évolue sensiblement à la même vitesse que le niveau général des prix.

Cette double évolution -en prix et en quantité- est importante. Ainsi, les dépenses de l'hôpital public augmentent en valeur, car ses prix augmentent, mais les consommations hospitalières stagnent en volume depuis 1990. On observe une évolution inverse dans les secteurs ambulatoire et pharmaceutique : les prix stagnent (ils évoluent bien en dessous du niveau général des prix), et les quantités croissent très vite. A chaque fois, les autorités publiques s'efforcent de stabiliser le paramètre le plus directement contrôlable (les quantités à l'hôpital, les prix ailleurs). Au total, ce sont les deux ensembles (hospitalier et médecine ambulatoire + pharmacie) qui

contribuent presque également à la hausse des dépenses, mais par des voies différentes.

En matière de projection, on peut illustrer l'évolution des dépenses de santé par trois scénarios de croissance en volume : la projection de tendance en négligeant l'infléchissement vécu ces trois dernières années : soit 4,2 % par an (**scénario 1**) ; la projection de tendance en considérant uniquement les années 90 : soit 2,25 % par an (**scénario 2**) ; la projection de tendance en suivant les objectifs de croissance déclarés à l'Union européenne par les pouvoirs publics en janvier 1999 : soit 1,15 % par an (**scénario 3**).

- Le **scénario 1** correspond à l'interprétation suivante : la dérive des **consommations maladie** serait inévitable et l'infléchissement observé ces dernières années (1995-1998) passager. Il ne serait dû qu'à un effort extrêmement volontariste des différents gouvernements pour réduire la dérive des dépenses au moment où la conjoncture macroéconomique ne permettait vraiment pas qu'elle ait lieu. Le contrôle a été obtenu grâce à un « contingentement » exceptionnel, tant en volume qu'en prix ; le retour de la croissance rendrait intenable un tel effort, tant du côté des assurés que des professionnels du secteur. Le scénario 1 mènerait à une dépense totale de santé des Français qui dépasse les 1 000 milliards (1 024) hors croissance des prix, dont environ 75 % est actuellement couverte par l'assurance maladie. Ce dernier scénario serait rendu crédible par l'accélération des dépenses (soins de médecine ambulatoire et indemnités d'arrêt maladie) observée au dernier trimestre 98 et premier trimestre 99.

- Le **scénario 3** repose sur une réussite totale des pouvoirs publics dans leurs tentatives de contrôle de la dépense : les réformes proposées par le Gouvernement et par la CNAM seraient progressivement mises en œuvre. Il faut alors envisager à la fois une continuation des contingentements sur l'hôpital et une réussite des réformes plus qualitatives sur la médecine ambulatoire (accords de modération et acceptation des enveloppes globales, refonte des conventionnements et de la consommation de médicaments : déremboursements, substitution vers les médicaments génériques...).

- Les auteurs de la projection ont considéré que le **scénario 2** (+ 2,25 % par an d'augmentation en volume) était le plus **vraisemblable** : la croissance détendrait les contraintes financières (les professionnels de santé et les assurés percevant cette détente), la nécessité des réformes serait moins forte et elles resteraient limitées. L'indice de volume de la dépense agrégée resterait sur sa tendance récente (2,25 % par an) mais il est possible d'imaginer une recomposition de la dépense avec une dérive plus forte du

secteur ambulatoire et des médicaments, autour de 3 % par an, l'hôpital étant maintenu dans une progression inférieure à 2 %. Pour les mêmes raisons, l'indice des prix de la santé resterait légèrement en dessous de l'indice général des prix à la consommation : 0,6 % contre 0,9 % en moyenne annuelle. **En valeur**, ce scénario se traduirait par une augmentation de 2,85 % par an.

b) Les prestations-vieillesse

La pression démographique sur les régimes de retraite serait sensible à partir de 2005, avec l'arrivée à l'âge de la retraite des classes nombreuses de l'après-guerre. Mais, au cours des cinq prochaines années, l'arrivée à l'âge de la retraite des **classes creuses** des années 1940 à 1943 se traduirait au contraire par un **ralentissement** de l'évolution du nombre de pensionnés.

Par ailleurs, la progression du montant unitaire des retraites resterait faible, en raison du maintien de l'indexation sur les prix et de la montée en charge de la réforme du régime général (allongement de la période de cotisation nécessaire pour obtenir une retraite à taux plein et modification du calcul du salaire de référence¹).

Les mesures d'équilibrage décidées par les régimes complémentaires (baisse du rendement) contribueraient à la maîtrise de leurs dépenses.

L'augmentation du pouvoir d'achat de la **retraite par tête** serait ainsi limitée à 1 % par an d'ici 2004.

Au total, l'augmentation en volume des **prestations-vieillesse** serait de 2,2 % par an en moyenne de 1999 à 2004 (contre 2,5 % par an en moyenne de 1991 à 1998).

c) Les prestations-familiales et le Revenu Minimum d'Insertion

La masse des prestations-familiales progresserait plus faiblement que par le passé en raison du ralentissement démographique.

L'augmentation des dépenses au titre du Revenu Minimum d'Insertion² se prolongerait en projection en raison, notamment, de la non prise en charge par l'assurance-chômage des titulaires d'emplois précaires.

¹ Ces mesures sont contenues dans la loi du 22 juillet 1993 sur la sauvegarde de la protection sociale.

² Ces dépenses sont considérées en Comptabilité Nationale comme des prestations sociales. Il s'agit toutefois de prestations sociales versées par l'Etat et non par les organismes de Sécurité sociale.

Néanmoins, par rapport aux périodes antérieures, on observerait un ralentissement de la croissance des dépenses allouées au RMI.

L'ensemble **prestations familiales et dépenses pour le RMI** croîtrait ainsi en volume de **1,7 % par an** en moyenne de 1999 à 2004 (après 2,6 % par an de 1991 à 1998).

d) Les prestations-chômage

L'évolution des prestations-chômage serait influencée en projection par trois facteurs :

- l'évolution en projection du nombre de chômeurs : celui-ci diminue de 1999 à 2004 ;
- la diminution de l'indemnité moyenne de chômage **en début de période**, conséquence de la non prise en charge par l'assurance-chômage des titulaires d'emplois précaires ;
- l'hypothèse d'une **revalorisation** des prestations **à partir de 2002**, en raison de l'amélioration des comptes du régime d'indemnisation.

L'évolution en volume des **prestations-chômage** recouvrerait ainsi un profil contrasté : elles baisseraient de 1,2 % en 2000 et de 1,3 % en 2001 (en raison de la diminution du chômage), puis augmenteraient à nouveau de 0,6 % par an de 2002 à 2004 (en raison de l'hypothèse sur l'évolution du régime d'indemnisation).

Au total, les prestations-chômage en volume seraient stables sur la période 1999 à 2004 (contre une augmentation de 4,2 % par an de 1991 à 1998).

Comme l'indique le **tableau** récapitulatif ci-dessous, le pouvoir d'achat de l'**ensemble des prestations sociales** augmente en projection de 2 % par an en moyenne, contre 2,6 % par an pour la période 1991-1998.

Les prestations sociales progressent ainsi **moins vite** en pouvoir d'achat que le PIB total (2,8 % par an en moyenne), **contrairement** à la période 1991-1998 (+ 2,6 % pour les prestations sociales et + 1,6 % pour le PIB).

EVOLUTION DU POUVOIR D'ACHAT DES PRESTATIONS SOCIALES (AUX PRIX DE 1995)

	1991-1998	1999	2000	2001	2002-2004 *
POURCENTAGE ANNUEL D'ACCROISSEMENT					
- Famille, logement et RMI	2,6	1,7	1,3	1,3	1,9
- Retraites	2,5	2,4	2,4	2,5	2
- Retraites / tête	0,9	1	1,3	1,5	1
- Chômage.....	4,2	1	- 1,2	- 1,3	0,6
- Maladie	2,1	2,7	2,2	2,2	2,5
Total des prestations	2,6	2,3	1,9	1,9	2

* Taux d'accroissement annuel moyen de 2002 à 2004.

C. LE BESOIN DE FINANCEMENT ET LA DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

- Exprimé en pourcentage du PIB, le **besoin de financement** des administrations publiques, au sens de la **Comptabilité européenne**, se réduirait de **0,6 point** en projection : de 2,1 % du PIB en 1999 à 1,5 % en 2004.

Pour autant qu'il soit possible de passer de la nomenclature de Comptabilité nationale à celle de la Sécurité sociale, on peut déduire des **évolutions macroéconomiques** décrites par la projection et des **hypothèses** relatives à l'évolution des prestations sociales, en particulier de celles relatives à un ralentissement « vraisemblable » de l'évolution des dépenses d'assurance-maladie (+ 2,25 % par an en volume, + 2,85 % par an en valeur), que les **comptes des régimes sociaux se rééquilibreraient** sans majoration des cotisations. En effet, l'augmentation annuelle moyenne des prestations sociales en valeur entre 1999 et 2004 (+ 3,1 %) serait inférieure à celle de la masse salariale en valeur (+ 4,2 %).

Les comptes de l'**assurance-maladie**, sous l'hypothèse que la tendance d'évolution observée depuis le début des années 90 (+ 2,25 % par an en volume) se prolongerait durablement, se redressent en projection et sont équilibrés en fin de période (cf. **tableau** ci-dessous).

EVOLUTION DES COMPTES DE L'ASSURANCE-MALADIE (en milliards)

	Ressources	Emplois	Déficit ou excédent
1999	594	601	- 7
2000 - 2004			

2005	712*	711	1
------	------	-----	---

* Prévission de compte central de MOSAIQUE cohérente avec le jeu d'hypothèse

Dans un souci d'**illustration**, les auteurs de la projection ont par ailleurs simulé l'évolution des comptes de l'assurance-maladie sur la base de deux hypothèses « polaires » relatives à l'évolution des dépenses :

- une augmentation des dépenses de santé de 4,2 % par an en volume (**scénario 1**, cf. page 111). Sous cette hypothèse, le déficit de la branche maladie atteindrait près de 100 milliards de francs en fin de période (cf. tableau ci-dessous).

CHIFFRAGE DU SCENARIO 1 EN VALEUR
(BRANCHE MALADIE APPROCHÉE PAR LES COMPTES DE LA CNAM METROPOLE)
(en milliards)

	Ressources	Emplois	Déficit ou excédent
1999	594	601	- 7
2000 - 2004			
2005	712*	(près de 800)	(près de - 100)

* En supposant que les effets de demande induits par la dépense maladie soient nuls.

- une augmentation des dépenses de santé de 1,15 % par an en volume, correspondant aux engagements inscrits dans la programmation pluriannuelle des finances publiques (**scénario 3**, cf. page 111). Sous cette hypothèse, la branche maladie enregistrerait un **excédent** de l'ordre de **30 milliards** de francs en fin de période (cf. **tableau** ci-dessous).

CHIFFRAGE DU SCENARIO 3 EN VALEUR
(BRANCHE MALADIE APPROCHÉE PAR LES COMPTES DE LA CNAM METROPOLE)
(en milliards)

	Ressources	Emplois	Déficit ou excédent
1999	594	601	- 7
2000 - 2004			
2005	712*	676	(près de 30)

* En supposant que les effets de demande induits par la dépense maladie soient nuls.

- Lorsque le taux d'intérêt moyen de la dette publique est supérieur au taux de croissance de l'économie - cet écart est communément qualifié d'« écart critique » -, il faut un **excédent** budgétaire **primaire** - c'est-à-dire hors charges d'intérêts - pour stabiliser le ratio dette / PIB. Cet excédent stabilisant le ratio dette / PIB doit être d'autant plus substantiel que le **stock de dette** existant est élevé et que la **différence** entre le **taux d'intérêt** et le **taux de croissance** est importante.

L'accélération de la croissance du PIB observée en projection permet une réduction de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance et, ainsi, du niveau de l'excédent budgétaire primaire requis pour stabiliser le ratio dette / PIB.

Selon les calculs des experts de l'OFCE, ce niveau est dépassé en 2000, la dette publique diminuant de 0,7 point de PIB. Par la suite, la dette publique se réduit de 2,4 points de PIB entre 2001 et 2004.

Le ratio **dette publique / PIB** passerait ainsi de **60,3 % en 1998 à 57,1 % en 2004**.

L'incidence favorable de la baisse des taux d'intérêt et la réduction du ratio de dette publique concourraient ainsi à la diminution de la **charge** nette des **intérêts** versés par les administrations publiques, exprimée en pourcentage du PIB : celle-ci passerait de 3,2 % en 1998 à 2,7 % en 2003.

ÉVOLUTION DE LA CAPACITÉ DE FINANCEMENT ET DE LA DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(en % du PIB)

	1998	1999	2000	2001	2004
- Capacité de financement / PIB (1) (2) ..	- 2,7	- 2,1	- 1,8	- 1,8	- 1,5
- Dette / PIB (3).....	60,3	60,6	59,9	59,5	57,1

(1) Capacité de financement au sens de la Comptabilité européenne.

(2) Résultats tirés du modèle MOSAÏQUE.

(3) Calculs de l'OFCE.



**SIMULATIONS SUR UN
« *ATERRISSAGE BRUTAL* » AUX
ETATS-UNIS ET SES IMPLICATIONS
POUR
L'ECONOMIE MONDIALE**

D. MARIE-CLAIRE MARCHESI

E. STEPHANE ROUDET



CHAMBRE DE COMMERCE ET D'INDUSTRIE DE PARIS

SOMMAIRE

Simulations sur un « <i>atterrissage brutal</i> » aux Etats-Unis et ses implications pour l'économie mondiale	3
<i>I. Les effets d'une correction brutale des cours boursiers aux Etats-Unis avec contagion spontanée aux autres places boursières</i>.....	5
Tableau 1	8
Krach à Wall Street (-30 %) et transmission spontanée aux autres places boursières avec adaptation des politiques monétaires	
Tableau 2	12
Krach à Wall Street (-30 %) et transmission spontanée aux autres places boursières (-15 %) à politiques monétaires inchangées	
<i>II.</i>	<i>La te</i>
TABLEAU 3	18
Tension sur les taux d'intérêt de long terme américains à politiques monétaires inchangées	
TABLEAU 4	22
Tension sur les taux d'intérêt de long terme américains avec adaptation des politiques monétaires	

1. III. Un scénario de « hard landing » cumulant une tension sur les taux d'intérêt

2. de long terme américains et un krach boursier	26
Tableau 5	27
Tension sur les taux d'intérêt de long terme américains (+2 points) et effondrement de Wall Street avec transmission spontanée aux autres places boursières et à politiques monétaires inchangées	
TABLEAU 6	31
Tension sur les taux d'intérêt de long terme américains (+2 points) et effondrement de Wall Street avec transmission spontanée aux autres places boursières et adaptation des politiques monétaires	
ANNEXES	35
Annexe 1	36
DEPRECIATION DU DOLLAR	37
TABLEAU 7	40
Chute du dollar (baisse du taux de change effectif de 10 %) avec adaptation des politiques monétaires	
TABLEAU 8	44
Chute du dollar par rapport au yen et à l'euro (-10 %) avec adaptation des politiques monétaires	
Annexe 2	48
Tableau 9	49
Effondrement boursier généralisé (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon, Allemagne, France, Italie : -30 %) avec adaptation des politiques monétaires	
Tableau 10	53
Effondrement boursier généralisé (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon, Allemagne, France, Italie : -30 %) à politiques monétaires inchangées	
Annexe 3	57
Le modèle multinational OEF	

SIMULATIONS SUR UN «ATERRISSAGE BRUTAL » AUX ETATS-UNIS ET SES IMPLICATIONS POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Le ralentissement progressif de l'économie américaine figure aujourd'hui dans la majorité des scénarios de croissance mondiale sans que pour autant la question des véritables ressorts de la croissance américaine ait été tranchée (cycle avec facteurs conjoncturels exceptionnels, changements structurels ayant modifié le sentier de croissance potentielle de l'économie qui se déroulerait désormais sur un rythme supérieur ou, « révolution technologique » qui continuerait de tirer toujours vers le haut la croissance potentielle). Les surprises et interrogations soulevées par le fonctionnement de l'économie américaine dans les années 1990 incitent la plupart du temps à écarter le scénario « noir » d'un effondrement brutal de la croissance. Pourtant, les analystes continuent de relever les risques qui pèsent sur cette dernière.

Il est vrai que ces risques ne sont pas nouveaux ; non-soutenabilité du déficit courant et ses implications pour le taux de change, bulle spéculative toujours grandissante sur les marchés financiers, pressions inflationnistes qui pourraient conduire à un resserrement des conditions monétaires. Si l'un de ces risques venait à se concrétiser ou, pire, si plusieurs d'entre eux devaient s'enchaîner, l'économie américaine connaîtrait un atterrissage brutal (« hard landing ») qui entraînerait à sa suite l'économie mondiale.

Nous explorons dans cette étude les formes que pourrait prendre ce « hard landing » américain et envisageons ses répercussions mondiales à travers une contagion à l'ensemble des grandes places financières d'un choc qui secouerait Wall Street et une généralisation de la tension sur les taux d'intérêt nominaux qui succéderait à une chute du dollar.

Différentes secousses sont probables et divers enchaînements peuvent être envisagés :

- 1) Les marchés financiers doutent de la soutenabilité du déficit courant américain ce qui provoque une chute du dollar ;
- 2) Les pressions inflationnistes apparaissent ou sont anticipées ce qui conduit à des tensions sur les taux d'intérêt.

3) La chute des cours boursiers est brutale et entraîne une forte correction à la hausse de l'épargne américaine.

Le scénario le plus fréquemment envisagé repose sur les risques que font courir le déséquilibre de la balance courante et son incompatibilité avec l'équilibre macro-économique entre l'épargne et l'investissement (qui en situation d'équilibre ou au niveau potentiel de croissance devrait prévaloir). Bien que le problème ne soit pas nouveau, un déficit d'épargne nette privée d'une telle ampleur n'a jamais été enregistré aux Etats-Unis par le passé. Il est vrai, *a contrario*, que la réussite enregistrée sur le plan budgétaire dans les années 1990 atténue d'une certaine façon les tensions sur le déséquilibre courant et introduit une marge d'action que les autorités pourraient utiliser en cas de ralentissement franc de la demande intérieure.

Cependant, si une défiance à l'égard des titres libellés en dollars s'installait, les investisseurs refusant de poursuivre le financement de l'investissement américain aux taux d'intérêt courants et concrétisant les doutes sur la soutenabilité du déficit courant et sur la vigueur de la croissance américaine, alors le dollar subirait une forte pression à la baisse et les taux longs se tendraient (l'environnement international favorise d'ores et déjà une remontée des taux dans les pays de l'OCDE du fait du reflux de l'effet « fuite vers la qualité » qui a accompagné la crise des pays émergents).

La résurgence de craintes inflationnistes ne ferait qu'accentuer cette tension qui aggraverait en retour le déséquilibre financier en alourdissant l'endettement des agents privés.

Le risque de krach boursier serait alors maximal. Ainsi, la probabilité d'une apparition simultanée de mouvements brutaux sur les marchés obligataires et d'une forte correction des cours boursiers serait importante.

C'est ce scénario que nous privilégions ici. Par conséquent, nous analysons dans un scénario d'« atterrissage brutal » de l'économie américaine (cf. tableaux 5 et 6) les effets d'une hausse des taux d'intérêt de long terme conjuguée à un krach boursier. La hausse des taux longs qui y est intégrée s'élève à deux points mais n'est pas durable, s'estompant en un peu plus d'un semestre après l'intervention du krach boursier. Elle est comparable en intensité à celles qui se sont produites lors des crises de 1987 ou de 1994. Le choc sur Wall Street est de -30% (ce qui ramènerait l'indice S&P à son niveau de 1995, date à partir de laquelle le marché américain n'a connu que des gains annuels supérieurs à 20%).

La transmission du choc au niveau international se fait par les deux canaux, taux d'intérêt et bourse (elle est spontanée dans le modèle OEF avec une répercussion *ex ante* de l'ordre de 50% dans le cas européen). Nous envisageons, par ailleurs, l'option d'une adaptation de la politique monétaire au nouveau contexte de croissance et d'inflation qui résulte des deux chocs et proposons des simulations sans (tableau 5) et avec (tableau 6) variation des taux d'intérêt de court terme. Ces derniers réagissent en effet spontanément aux fluctuations de l'activité et des prix.

Pour mieux observer la contribution de chacun des chocs, les simulations sont tout d'abord présentées isolément.

Nous avons choisi d'écarter la chute du dollar du scénario central de « hard landing » (tableaux 5 et 6) car notre outil d'analyse présente des insuffisances concernant certains aspects financiers, en l'occurrence ceux ayant trait aux modifications de portefeuilles. Or, ces aspects sont primordiaux pour refléter correctement le contexte de crise envisagé ici.

Les évaluations sur les impacts d'une dépréciation de la monnaie américaine mettent en évidence, dans le court terme, la prédominance des effets de compétitivité favorables aux Etats-Unis qui sont, par ailleurs, difficiles à contester même si leur ampleur peut être discutée.

En écartant, pour des raisons techniques, la chute du dollar du scénario d'atterrissage brutal de l'économie américaine, nous omettons donc certains aspects financiers, des effets de compétitivité mais aussi des effets de prix. En effet, la dépréciation d'une monnaie se traduit traditionnellement par des pressions inflationnistes au niveau national qui peuvent alors conduire à un resserrement de la politique monétaire.

Nous présentons cependant, en parallèle, des évaluations sur les impacts d'une chute du dollar (annexe 1). Dans un premier cas, une baisse de 10% du taux de change effectif de la monnaie américaine est envisagée (tableau 7). Dans un second, le dollar ne se déprécie que vis-à-vis du yen et de l'euro (tableau 8, scénario à forte probabilité de réalisation en cas de décalage conjoncturel entre les Etats-Unis et les autres zones).

1. Les effets d'une correction brutale des cours boursiers aux Etats Unis avec contagion spontanée aux autres places boursières.

Les tableaux 1 et 2 récapitulent les principaux résultats d'une simulation fondée sur l'hypothèse d'un retournement des indices boursiers américains dont l'ampleur atteindrait 30% en année pleine. La transmission spontanée aux autres places boursières¹ conduit à une chute des cours boursiers européens de l'ordre de 15% et à une baisse inférieure à 10% de la bourse japonaise.

L'évaluation est faite, dans un premier temps, en laissant fonctionner les mécanismes endogènes d'adaptation de la politique monétaire (tableau 1) qui par construction atténue les effets restrictifs du choc. Dans un second temps, ces mécanismes sont bloqués (tableau 2).

La chute des cours boursiers déprécie la richesse financière des ménages qui dès lors ajustent leur niveau de consommation à moyen terme sur la nouvelle valeur de leur patrimoine. A court terme, des flux d'épargne supplémentaires viennent alors alimenter le stock de richesse pour compenser la perte subie. La remontée du taux d'épargne se traduit, par conséquent, par un effet restrictif sur l'activité (cf. tableau 1).

La seconde année, l'effet restrictif sur le PIB américain atteint $-0,7\%$ de PIB. Le retrait de la consommation s'élève à 1% et concentre à la fois l'effet direct d'une diminution de la valeur de la richesse financière réelle et l'effet indirect de la contraction du revenu. Ce dernier enregistre, en effet, les pertes d'emplois dues à la moindre activité. Le taux d'épargne financière augmente de 0,3 point la première année et de 0,5 point la seconde, ce qui est conforme aux retombées attendues de la dépréciation réelle du patrimoine financier. L'effet sur l'épargne globale est du même ordre. A contrario, la moindre croissance réduit l'*output gap* (l'écart entre le PIB potentiel et le PIB courant) et les prix, permettant une détente des taux d'intérêt de court terme ($-0,5$ point la seconde année) qui agit en faveur d'une demande plus soutenue. La transmission de la baisse des taux d'intérêt de court terme aux taux longs, qui se rétractent également de 0,4 point la deuxième année, amplifie le mouvement

Le taux de change se déprécie sous l'effet des variations des différentiels de taux d'intérêt mais les exportations connaissent néanmoins un retrait dû au ralentissement de la demande mondiale. La balance courante s'améliore par rapport au compte de référence du fait d'une forte contraction des importations.

La réaction de la politique monétaire, induite par le ralentissement de l'activité et non pas directement par le mouvement baissier du prix des actifs, a donc un effet compensateur dans le bouclage macro-économique

¹ Celles prises en compte dans le modèle sont les principales places financières européennes, la bourse de Tokyo mais aussi la quasi-totalité des bourses des pays émergents.

final. En conduisant une simulation à taux d'intérêt fixes (cf. tableau 2), il est possible de neutraliser cet effet de manière à obtenir le seul impact restrictif du dégonflement du prix des actifs. Plus accusé que dans le cas précédent où il s'élevait à -0,7% (cf. tableau 1), le retrait du PIB par rapport au compte central atteint alors -1 % aux Etats-Unis, l'année qui suit le choc. La différence d'impact sur la consommation est supérieure (-1,2 %). On se trouve donc confronté à des amplitudes significatives.

L'effet restrictif est, comme attendu, plus important aux Etats-Unis qu'en Europe. Tout d'abord, l'ampleur de la secousse est plus importante et, par ailleurs, la sensibilité de la consommation aux variations de la richesse financière bien plus élevée compte tenu des structures de financement de l'économie américaine (l'élasticité de long terme de la consommation à la richesse financière est de 0,13 dans le modèle américain, de 0,09 dans le cas français et seulement de 0,04 dans le cas allemand). Ainsi, dans la zone euro, la dépréciation des actifs financiers entraîne des réactions plus modérées. La croissance globale n'est affectée que de quelques dixièmes de points, le PIB se situant au plus à un niveau inférieur de 0,3 % à celui atteint dans un scénario sans choc boursier. La consommation est touchée dans des proportions quasi équivalentes. En parallèle, une légère reconstitution d'épargne s'opère. Le taux d'épargne en France augmente de 0,1 point tandis qu'en Allemagne, l'effet sur l'épargne globale est également dérisoire (le taux d'épargne financière varie au plus de 0,1 point). Dans le cas japonais, les évolutions sont également faibles (0,1 point).

La réaction de la BCE à la contraction de l'activité se traduit, comme dans le cas américain, par une détente des taux d'intérêt de court terme mais d'amplitude plus faible (-0,1 point, cf. tableau 1) en cohérence avec la contraction elle aussi plus réduite de l'activité. Cumulée à la légère baisse du niveau général des prix et de l'inflation, elle conduit à un amortissement des pressions négatives sur la croissance *in fine*.

KRACH A WALL STREET (-30 %) ET TRANSMISSION SPONTANÉE AUX AUTRES PLACES BOURSIÈRES

(i) avec adaptation des politiques monétaires

(2) ETATS-UNIS

Ecart variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,2	-0,7
Consommation	-0,4	-1
Investissement privé non résidentiel	-0,2	-1,3
Exportations	-0,2	-0,4
Importations	-0,7	-1,4
Taux de chômage (1)	0,1	0,3
Taux d'épargne (1)	0,3	0,5
Taux d'épargne financière (1)	0,3	0,5
Inflation (1)	0	0
Salaires nominaux	-0,1	-0,4
Taux de change effectif	-0,1	-0,4
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	-0,1	-0,5
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	-0,1	-0,4
Solde public (2)	-0,1	-0,3
Balance courante (2)	0,1	0,2

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB
Source : COE avec le modèle multinational OEF

KRACH A WALL STREET (-30 %) ET TRANSMISSION SPONTANÉE AUX AUTRES PLACES BOURSIÈRES AVEC ADAPTATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES

**TA
BL
EA
U
N°
.**

(i)

(ii)

b) EUROPE

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
PIB	Zone Euro	-0,1	-0,1
	dont : Allemagne	-0,1	-0,1
	France	-0,1	-0,1
	Italie	-0,1	-0,1
	Royaume-Uni	0	-0,1
Consommation	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	0
	France	-0,1	0
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	0	0,1
Investissement privé non résidentiel (*)	Zone Euro	-0,1	-0,1
	dont : Allemagne	0	-0,2
	France	-0,1	-0,2
	Italie	-0,1	-0,3
	Royaume-Uni	0	-0,1
Exportations	Zone Euro	-0,2	-0,4
	dont : Allemagne	-0,2	-0,4
	France	-0,2	-0,4
	Italie	-0,2	-0,4
	Royaume-Uni	-0,2	-0,5
Importations	Zone Euro	-0,2	-0,3
	dont : Allemagne	-0,2	-0,2
	France	-0,2	-0,3
	Italie	-0,1	-0,2
	Royaume-Uni	-0,1	-0,1
Taux de chômage (1)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	0,1
	France	0	0
	Italie	0	0,1
	Royaume-Uni	0	0

(1) Ecarts en points (*) investissement total pour la zone euro

Source : COE avec le modèle multinational OEF

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
Taux d'épargne (1)	Allemagne	0	0
	France	0	0
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0	-0,1
Taux d'épargne financière (1)	Allemagne	0	0
	France	0	0
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0	-0,1
Inflation (1)	Zone Euro	0	-0,1
	dont : Allemagne	0	-0,1
	France	0	-0,1
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0	-0,1
Salaires nominaux	Allemagne	0	-0,1
	France	0	-0,1
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0	-0,2
Taux de change contre \$	Zone Euro	0,2	0,6
	Royaume-Uni	0,1	0,5
Taux de change contre euro	Royaume-Uni	0	-0,1
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	Zone Euro	0	-0,1
	Royaume-Uni	0	-0,2
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	Zone Euro	-0,1	-0,2
	Royaume-Uni	0	-0,2
Solde public (2)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	0
	France	0	0
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	0	0
Balance courante (2)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	0
	France	0	0
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	0	-0,1

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

KRACH A WALL STREET (-30 %) ET TRANSMISSION SPONTANÉE AUX AUTRES PLACES BOURSIÈRES AVEC ADAPTATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES

(1) JAPON

Ecart variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,1	-0,1
Consommation	-0,1	0,1
Investissement privé non résidentiel	-0,2	-0,4
Exportations	-0,3	-0,8
Importations	-0,2	-0,1
Taux de chômage (1)	0	0,1
Taux d'épargne (1)	0,1	0
Taux d'épargne financière (1)	0,1	-0,1
Inflation (1)	0	-0,1
Salaires nominaux	0	-0,1
Taux de change contre \$	0,1	0,5
Taux de change contre euro	-0,1	-0,1
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	-0,1	-0,1
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	-0,1	-0,2
Solde public (2)	-0,1	-0,1
Balance courante (2)	0	-0,1

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

KRACH A WALL STREET (-30 %) ET TRANSMISSION SPONTANÉE AUX AUTRES PLACES BOURSIÈRES A POLITIQUES MONÉTAIRES INCHANGÉES

(2) ETATS-UNIS

Ecart variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,3	-1
Consommation	-0,4	-1,2
Investissement privé non résidentiel	-0,3	-2,1
Exportations	-0,2	-0,7
Importations	-0,7	-2
Taux de chômage (1)	0,1	0,4
Taux d'épargne (1)	0,3	0,7
Taux d'épargne financière (1)	0,3	0,7
Inflation (1)	0	-0,1
Salaires nominaux	-0,1	-0,6
Taux de change effectif	0,1	0,3
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0	0
Solde public (2)	-0,1	-0,4
Balance courante (2)	0,1	0,2

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie
 (1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB
 Source : COE avec le modèle multinational OEF

KRACH A WALL STREET (-30 %) ET TRANSMISSION SPONTANÉE AUX AUTRES PLACES BOURSIÈRES A POLITIQUES MONÉTAIRES INCHANGÉES

c)

d) *EUROPE*

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
PIB	Zone Euro	-0,1	-0,2
	dont : Allemagne	-0,1	-0,3
	France	-0,1	-0,3
	Italie	-0,1	-0,2
	Royaume-Uni	-0,1	-0,3
Consommation	Zone Euro	-0,1	-0,2
	dont : Allemagne	-0,1	-0,2
	France	-0,1	-0,2
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0	-0,2
Investissement privé non résidentiel (*)	Zone Euro	-0,1	-0,3
	dont : Allemagne	0	-0,3
	France	-0,2	-0,6
	Italie	-0,1	-0,5
	Royaume-Uni	0	-0,4
Exportations	Zone Euro	-0,2	-0,6
	dont : Allemagne	-0,2	-0,7
	France	-0,2	-0,7
	Italie	-0,2	-0,7
	Royaume-Uni	-0,2	-0,7
Importations	Zone Euro	-0,2	-0,6
	dont : Allemagne	-0,2	-0,5
	France	-0,3	-0,8
	Italie	-0,1	-0,5
	Royaume-Uni	-0,1	-0,4
Taux de chômage (1)	Zone Euro	0	0,1
	dont : Allemagne	0	0,1
	France	0	0,1
	Italie	0	0,1
	Royaume-Uni	0	0

(1) Ecarts en points (*) investissement total pour la zone euro

Source : COE avec le modèle multinational OEF

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
Taux d'épargne (1)	Allemagne	0	0,1
	France	0,1	0,1
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0	-0,1
Taux d'épargne financière (1)	Allemagne	0	0,1
	France	0,1	0,1
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0	0
Inflation (1)	Zone Euro	0	-0,1
	dont : Allemagne	0	-0,1
	France	0	-0,1
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0	-0,1
Salaires nominaux	Allemagne	0	-0,1
	France	0	-0,2
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0	-0,3
Taux de change contre \$	Zone Euro	0	-0,1
	Royaume-Uni	0	0
Taux de change contre euro	Royaume-Uni	0	0,1
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	Zone Euro	0	0
	Royaume-Uni	0	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	Zone Euro	0	0
	Royaume-Uni	0	0,1
Solde public (2)	Zone Euro	0	-0,1
	dont : Allemagne	0	-0,1
	France	0	-0,1
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	0	-0,1
Balance courante (2)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	0
	France	0	0
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	0	0

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

KRACH A WALL STREET (-30 %) ET TRANSMISSION SPONTANÉE AUX AUTRES PLACES BOURSIÈRES A POLITIQUES MONÉTAIRES INCHANGÉES

(1) JAPON

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,1	-0,2
Consommation	-0,1	0
Investissement privé non résidentiel	-0,2	-0,6
Exportations	-0,4	-1
Importations	-0,2	-0,3
Taux de chômage (1)	0	0,1
Taux d'épargne (1)	0,1	0,1
Taux d'épargne financière (1)	0,1	0,1
Inflation (1)	0	-0,1
Salaires nominaux	0	-0,1
Taux de change contre \$	0	-0,2
Taux de change contre euro	0	-0,1
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0	0
Solde public (2)	-0,1	-0,2
Balance courante (2)	0	-0,1

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB
Source : COE avec le modèle multinational OEF

II. La tension sur les taux longs américains

L'hypothèse introduite dans cette simulation est celle d'une hausse significative des taux longs nominaux américains (+2 points) qui se concentrerait sur un semestre. On suppose en effet qu'une fois le krach boursier intervenu, la tension sur les taux n'est plus alimentée. Au contraire, une détente sur les rendements obligataires des titres d'Etat aurait de fortes probabilités de se produire, les investisseurs opérant une « fuite vers la qualité » qui se ferait au détriment des obligations du secteur privé.

La hausse qui est ici calibrée à deux points intervient sur le premier semestre de la période de simulation. Ensuite, le mécanisme de formation des taux est laissé libre. La spécification retenue dans le modèle pour les taux longs traduit l'incidence directe de la variation des taux d'intérêt de court terme et celle des modifications des ratios de déficit et de dette publics par rapport au PIB. La transmission des variations de taux courts aux taux longs se fait dans des proportions assez fortes. A court terme, elle est de 50% tandis qu'à long terme, le *spread* entre les deux échéances s'explique par les évolutions du ratio de la dette publique au PIB.

Deux simulations sont présentées ci-dessous (tableaux 3 et 4). La première est réalisée en neutralisant la réaction de la politique monétaire (tableau 3), la seconde à l'inverse intègre une adaptation de la politique monétaire (tableau 4) au nouveau contexte macro-économique. Les conditions monétaires y sont assouplies ce qui atténue l'effet restrictif de la montée des taux longs.

Les taux d'intérêt de long terme agissent par différents canaux sur la sphère réelle :

(i) directement et de manière décroissante, sur les principales composantes de la demande intérieure (consommation, investissement des entreprises et investissement logement). Ainsi, une hausse des taux réduit la croissance mais avec une intensité et des délais variables en fonction des pays. La consommation en France et en Allemagne est directement affectée par les variations de taux longs ce qui n'est pas le cas aux Etats-Unis où seul le taux d'intérêt réel de court terme influe sur les fluctuations de court terme des dépenses ;

(ii) indirectement par le biais des déterminants financiers de la demande intérieure. Ainsi, les taux d'intérêt longs interviennent dans l'actualisation de la valeur de la richesse financière réelle des ménages à travers le cours des obligations. Dans ce cadre, une hausse des taux a des répercussions négatives sur la richesse en détériorant la valeur du

patrimoine financier des ménages et donc également sur la consommation et ceci, quel que soit le pays considéré. Par ailleurs, les taux longs sont intégrés dans un indicateur de rendement incluant les dividendes qui participe à l'explication du prix des actions afin de traduire le phénomène de report entre types d'actifs en fonction des rendements escomptés. La hausse des taux d'intérêt peut alors conduire à une dévalorisation du stock d'actions et accentuer l'effet de richesse négatif.

D'autre part, la rentabilité de l'investissement des entreprises est, elle aussi, affectée par la hausse des taux (l'impact des taux longs est équivalente à celle des taux courts et se fait en termes réels) mais avec un délai d'adaptation plus long que celui de la consommation des ménages. Enfin, l'investissement logement est également défavorisé par ces mouvements.

Une tension sur les taux de long terme qui interviendrait aux Etats-Unis durant le premier semestre 2000 aurait, ainsi, un impact restrictif sur le niveau de l'activité américaine de $-0,2\%$ l'année du choc mais qui doublerait l'année suivante (alors que les taux seraient revenus à leur niveau de référence) compte tenu des effets retardés décrits ci-dessus. L'investissement des entreprises serait particulièrement affecté, se situant à un niveau inférieur de $1,4\%$ à celui qu'il connaîtrait sans variation de taux. L'effet sur la consommation ne s'élèverait qu'à $-0,3\%$ traduisant essentiellement un effet de richesse négatif.

La hausse de taux qui est supposée se produire aux Etats-Unis se propagerait en Europe et au Japon avec une amplitude moitié moins forte (50% *ex ante*). Cependant, les effets sur la consommation en Europe s'avèreraient dans certains cas plus amples du fait de la sensibilité plus marquée, à court terme, de la consommation aux variations de taux d'intérêt de long terme ($-0,4\%$ en France, par exemple contre $-0,3\%$ aux Etats-Unis, la première année).

La hausse des taux d'intérêt accroît la charge d'intérêts des agents privés aggravant la situation de déséquilibre financier à l'origine des tensions. Par ailleurs, les comptes publics subissent le même effet ce qui se traduit par une dégradation du solde public ($-0,1$ point aux Etats-Unis et dans la zone euro).

Si l'on suppose que ces différentes pressions conduiraient les autorités monétaires à agir dans le sens d'un assouplissement, alors la détente des taux de court terme rétablirait la situation de référence dans des délais relativement courts (cf. tableau 4). Dès la seconde année le niveau des taux d'intérêt de long terme serait inférieur à celui du compte de référence. Dès lors, les pressions négatives sur l'activité s'estomperaient assez rapidement. Le PIB américain ne se rétracterait que de $0,2\%$ sur les deux ans. En Europe et au Japon, le choc serait mineur.

TENSION SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DE LONG TERME AMÉRICAINS A POLITIQUES MONÉTAIRES INCHANGÉES

(i)

(2) ETATS-UNIS

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,2	-0,4
Consommation	-0,3	-0,3
Investissement privé non résidentiel	-0,5	-1,4
Exportations	-0,3	-0,3
Importations	-0,6	-0,5
Taux de chômage (1)	0,1	0,2
Taux d'épargne (1)	0,2	0,1
Taux d'épargne financière (1)	0,2	0,1
Inflation (1)	0	-0,1
Salaires nominaux	-0,1	-0,3
Taux de change effectif	0	0,1
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	1,1	0
Solde public (2)	-0,1	-0,1
Balance courante (2)	0,1	0,1

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie
 (1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

TENSION SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DE LONG TERME AMÉRICAINS A POLITIQUES MONÉTAIRES INCHANGÉES

(i)

e) EUROPE

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
PIB	Zone Euro	-0,2	-0,2
	dont : Allemagne	-0,2	-0,3
	France	-0,3	-0,2
	Italie	-0,1	-0,2
	Royaume-Uni	-0,1	-0,4
Consommation	Zone Euro	-0,2	-0,2
	dont : Allemagne	-0,3	-0,2
	France	-0,4	-0,1
	Italie	-0,1	-0,2
	Royaume-Uni	-0,2	-0,5
Investissement privé non résidentiel (*)	Zone Euro	-0,3	-0,4
	dont : Allemagne	-0,2	-0,6
	France	-0,6	-0,4
	Italie	-0,5	-0,5
	Royaume-Uni	-0,2	-0,9
Exportations	Zone Euro	-0,4	-0,4
	dont : Allemagne	-0,4	-0,4
	France	-0,4	-0,4
	Italie	-0,4	-0,4
	Royaume-Uni	-0,3	-0,3
Importations	Zone Euro	-0,5	-0,4
	dont : Allemagne	-0,5	-0,4
	France	-0,8	-0,5
	Italie	-0,4	-0,3
	Royaume-Uni	-0,3	-0,6
Taux de chômage (1)	Zone Euro	0,1	0,1
	dont : Allemagne	0,1	0,1
	France	0,1	0
	Italie	0	0,1
	Royaume-Uni	0	0,1

(1) Ecarts en points (*) investissement total pour la zone euro

Source : COE avec le modèle multinational OEF

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
Taux d'épargne (1)	Allemagne	0,2	0,1
	France	0,3	0,1
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	0,1	0,2
Taux d'épargne financière (1)	Allemagne	0,2	0,2
	France	0,3	0,1
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	0,1	0,2
Inflation (1)	Zone Euro	0	-0,1
	dont : Allemagne	0	-0,2
	France	0	-0,1
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0	-0,2
Salaires nominaux	Allemagne	0	-0,2
	France	-0,1	-0,3
	Italie	0	-0,2
	Royaume-Uni	-0,1	-0,5
Taux de change contre \$	Zone Euro	0	0
	Royaume-Uni	0	0,2
Taux de change contre euro	Royaume-Uni	0	0,1
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	Zone Euro	0	0
	Royaume-Uni	0	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	Zone Euro	0,6	0
	Royaume-Uni	0,4	0,1
Solde public (2)	Zone Euro	-0,1	-0,1
	dont : Allemagne	-0,1	-0,1
	France	-0,1	-0,1
	Italie	-0,1	0
	Royaume-Uni	0	-0,1
Balance courante (2)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	0
	France	0,1	0
	Italie	-0,1	0
	Royaume-Uni	0	0,1

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

**TENSION SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DE LONG TERME
AMÉRICAINS
A POLITIQUES MONÉTAIRES INCHANGÉES**

(i)

(2) JAPON

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,2	-0,2
Consommation	-0,3	0
Investissement privé non résidentiel	-0,3	-0,5
Exportations	-0,4	-0,4
Importations	-0,3	-0,2
Taux de chômage (1)	0,1	0,1
Taux d'épargne (1)	0,3	0,2
Taux d'épargne financière (1)	0,3	0,1
Inflation (1)	-0,1	-0,1
Salaires nominaux	0	-0,1
Taux de change contre \$	0	-0,1
Taux de change contre euro	0	-0,2
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0,6	0
Solde public (2)	-0,1	-0,2
Balance courante (2)	0	0

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

TENSION SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DE LONG TERME AMÉRICAINS AVEC ADAPTATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES

(3) ETATS-UNIS

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,2	-0,2
Consommation	-0,3	-0,1
Investissement privé non résidentiel	-0,5	-0,9
Exportations	-0,2	-0,1
Importations	-0,6	-0,1
Taux de chômage (1)	0,1	0,1
Taux d'épargne (1)	0,2	0
Taux d'épargne financière (1)	0,2	0
Inflation (1)	0	-0,1
Salaires nominaux	-0,1	-0,2
Taux de change effectif	0	-0,1
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	-0,1	-0,2
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	1,1	-0,2
Solde public (2)	-0,1	-0,1
Balance courante (2)	0,1	0

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie
 (1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

TENSION SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DE LONG TERME AMÉRICAINS AVEC ADAPTATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES

f) EUROPE

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
PIB	Zone Euro	-0,2	-0,1
	dont : Allemagne	-0,2	-0,1
	France	-0,2	0
	Italie	-0,1	-0,1
	Royaume-Uni	-0,1	-0,1
Consommation	Zone Euro	-0,2	-0,2
	dont : Allemagne	-0,2	-0,1
	France	-0,3	0
	Italie	-0,1	-0,1
	Royaume-Uni	-0,1	-0,1
Investissement privé non résidentiel (*)	Zone Euro	-0,3	-0,2
	dont : Allemagne	-0,1	-0,4
	France	-0,5	-0,1
	Italie	-0,4	-0,2
	Royaume-Uni	-0,1	-0,3
Exportations	Zone Euro	-0,3	-0,1
	dont : Allemagne	-0,3	-0,1
	France	-0,3	-0,1
	Italie	-0,3	-0,1
	Royaume-Uni	-0,3	0
Importations	Zone Euro	-0,4	-0,1
	dont : Allemagne	-0,5	-0,1
	France	-0,7	-0,1
	Italie	-0,3	0
	Royaume-Uni	-0,2	-0,2
Taux de chômage (1)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0,1	0,1
	France	0,1	0
	Italie	0	0,1
	Royaume-Uni	0	0

(1) **Ecarts en points (*) investissement total pour la zone euro**
 Source : COE avec le modèle multinational OEF

Ecart variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
Taux d'épargne (1)	Allemagne	0,1	0,1
	France	0,2	0
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	0,1	0,1
Taux d'épargne financière (1)	Allemagne	0,2	0,1
	France	0,2	0
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	0,1	0,1
Inflation (1)	Zone Euro	0	-0,1
	dont : Allemagne	0	-0,1
	France	0	-0,1
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	-0,1	-0,2
Salaires nominaux	Allemagne	0	-0,2
	France	-0,1	-0,2
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	-0,1	-0,3
Taux de change contre \$	Zone Euro	0	0,1
	Royaume-Uni	0	0
Taux de change contre euro	Royaume-Uni	-0,1	-0,1
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	Zone Euro	-0,1	-0,1
	Royaume-Uni	-0,1	-0,1
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	Zone Euro	0,5	-0,1
	Royaume-Uni	0,4	-0,1
Solde public (2)	Zone Euro	-0,1	0
	dont : Allemagne	-0,1	-0,1
	France	-0,1	0
	Italie	-0,1	0
	Royaume-Uni	-0,1	-0,1
Balance courante (2)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	0
	France	0,1	0
	Italie	-0,1	0
	Royaume-Uni	0	0

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

(i) tension sur les taux d'intérêt de long terme américains

AVEC ADAPTATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES

(2) JAPON

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,2	-0,1
Consommation	-0,3	0,1
Investissement privé non résidentiel	-0,2	-0,3
Exportations	-0,3	-0,1
Importations	-0,3	0
Taux de chômage (1)	0	0,1
Taux d'épargne (1)	0,3	0
Taux d'épargne financière (1)	0,3	0
Inflation (1)	0	-0,1
Salaires nominaux	0	-0,1
Taux de change contre \$	0	0,2
Taux de change contre euro	-0,1	0
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	-0,1	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0,5	-0,1
Solde public (2)	-0,1	-0,1
Balance courante (2)	0	0

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

III. Un scénario de « hard landing » cumulant une tension sur les taux d'intérêt de long terme américains et un krach boursier

Il est manifeste que lors de l'association d'une hausse de taux d'intérêt de long terme à un choc boursier négatif, les répercussions néfastes des deux chocs se cumulent.

Les Etats-Unis sont confrontés à un choc brutal qui se répercute à l'ensemble de l'économie mondiale par ses composantes financières mais aussi par le ralentissement du commerce mondial qu'il engendre. Dans ce scénario central, nous avons opté pour une transmission spontanée des effets de taux et de bourse (celle formalisée dans le modèle est de l'ordre de 50% *ex ante* dans le cas européen). Nous présentons cependant en annexe (annexe 2) des simulations dans lesquelles des chocs plus amples sont imposés aux économies européennes et japonaise.

Dans ce scénario (cf. tableaux 5 et 6), aux effets restrictifs sur la demande intérieure provoqués par la hausse des taux d'intérêt de long terme, viennent se conjuguer les effets de richesse négatifs entraînés par la dépréciation des actifs financiers, selon les mécanismes décrits précédemment (sections I et II). Dans ce cas, l'effet de richesse négatif résulte à la fois de la chute des cours boursiers et de celui des obligations.

Dans le cas le plus critique, celui où il n'y a pas adaptation des politiques monétaires (cf. tableau 5), le retrait du PIB américain par rapport à un compte de référence sans crise, atteint 1,3% la deuxième année sous l'effet d'une contraction de la consommation du même ordre et d'une baisse importante de l'investissement des entreprises (-3%). En parallèle, le taux d'épargne financière connaît une hausse de 0,8 point et le solde public se dégrade (-0,5 point).

En Europe, la contagion des mouvements enregistrés aux Etats-Unis aux marchés obligataires et boursiers provoque des effets du même type mais dans des proportions bien plus modérées. Dans la zone euro, le PIB se situe, la deuxième année, à un niveau inférieur de 0,4% à celui du compte de référence (-0,6% au Royaume Uni).

Une réaction rapide des autorités monétaires (cf. tableau 6) à ce contexte de crise atténue de manière significative l'effet récessif du choc aux Etats-Unis. L'écart entre les deux scénarios, avec et sans adaptation de la politique monétaire, est proche d'un demi point de PIB. La détente des taux courts est répercutée aux taux longs ramenant ces derniers en-

dessous de leur niveau de référence dès la deuxième année. La demande finale réagit donc à la fois à la baisse des taux d'intérêt de court terme et à celle des taux de long terme.

**SCÉNARIO D'« ATERRISSAGE BRUTAL » AUX ETATS-UNIS
TENSION SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DE LONG TERME
AMÉRICAINS (+2 POINTS)
ET EFFONDREMENT DE WALL STREET (-30 %) AVEC
TRANSMISSION SPONTANÉE**

(i) aux autres places boursières et à politiques monétaires inchangées

(3) ETATS-UNIS

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,4	-1,3
Consommation	-0,5	-1,4
Investissement privé non résidentiel	-0,7	-3
Exportations	-0,4	-1
Importations	-1,1	-2,2
Taux de chômage (1)	0,1	0,5
Taux d'épargne (1)	0,4	0,7
Taux d'épargne financière (1)	0,4	0,8
Inflation (1)	0	-0,2
Salaires nominaux	-0,1	-0,7
Taux de change effectif	0,1	0,3
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	1,1	0
Solde public (2)	-0,2	-0,5
Balance courante (2)	0,1	0,3

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie
(1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB
Source : COE avec le modèle multinational OEF

TA
BL
EA
U
N°
-

**SCÉNARIO D'« ATERRISSAGE BRUTAL » AUX ETATS-UNIS
TENSION SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DE LONG TERME
AMÉRICAINS (+2 POINTS)
ET EFFONDREMENT DE WALL STREET (-30 %) AVEC
TRANSMISSION SPONTANÉE
AUX AUTRES PLACES BOURSIÈRES ET A POLITIQUES
MONÉTAIRES INCHANGÉES**

g) EUROPE

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
PIB	Zone Euro	-0,2	-0,4
	dont : Allemagne	-0,3	-0,5
	France	-0,3	-0,4
	Italie	-0,2	-0,4
	Royaume-Uni	-0,2	-0,6
Consommation	Zone Euro	-0,2	-0,3
	dont : Allemagne	-0,3	-0,4
	France	-0,4	-0,3
	Italie	-0,1	-0,3
	Royaume-Uni	-0,2	-0,6
Investissement privé non résidentiel (*)	Zone Euro	-0,4	-0,7
	dont : Allemagne	-0,2	-0,8
	France	-0,7	-0,8
	Italie	-0,5	-1
	Royaume-Uni	-0,2	-1,1
Exportations	Zone Euro	-0,5	-0,9
	dont : Allemagne	-0,5	-1
	France	-0,5	-0,9
	Italie	-0,5	-1
	Royaume-Uni	-0,4	-1
Importations	Zone Euro	-0,6	-0,8
	dont : Allemagne	-0,6	-0,8
	France	-0,9	-1,1
	Italie	-0,4	-0,6
	Royaume-Uni	-0,3	-1
Taux de chômage (1)	Zone Euro	0,1	0,1
	dont : Allemagne	0,1	0,2
	France	0,1	0,1
	Italie	0,1	0,2
	Royaume-Uni	0	0,1

(1) **Ecarts en points (*) investissement total pour la zone euro**

Source : COE avec le modèle multinational OEF

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
Taux d'épargne (1)	Allemagne	0,2	0,2
	France	0,3	0,2
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0,1	0,2
Taux d'épargne financière (1)	Allemagne	0,3	0,3
	France	0,3	0,2
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0,1	0,2
Inflation (1)	Zone Euro	0	-0,2
	dont : Allemagne	0	-0,2
	France	0	-0,2
	Italie	0	-0,2
	Royaume-Uni	0	-0,2
Salaires nominaux	Allemagne	-0,1	-0,3
	France	-0,1	-0,4
	Italie	-0,1	-0,3
	Royaume-Uni	-0,1	-0,7
Taux de change contre \$	Zone Euro	0	0
	Royaume-Uni	0	0,2
Taux de change contre euro	Royaume-Uni	0	0,2
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	Zone Euro	0	0
	Royaume-Uni	0	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	Zone Euro	0,6	0,1
	Royaume-Uni	0,4	0,1
Solde public (2)	Zone Euro	-0,1	-0,1
	dont : Allemagne	-0,1	-0,2
	France	-0,1	-0,2
	Italie	-0,1	-0,1
	Royaume-Uni	-0,1	-0,2
Balance courante (2)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	0
	France	0,1	0,1
	Italie	-0,1	0
	Royaume-Uni	0	0,1

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

TA
BL
EA
U
N°
-

**SCÉNARIO D'« ATERRISSAGE BRUTAL » AUX ETATS-UNIS
TENSION SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DE LONG TERME
AMÉRICAINS (+2 POINTS)
ET EFFONDREMENT DE WALL STREET (-30 %) AVEC
TRANSMISSION SPONTANÉE**

(i) aux autres places boursières et à politiques monétaires inchangées

(2) JAPON

Ecart variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,3	-0,4
Consommation	-0,3	-0,1
Investissement privé non résidentiel	-0,4	-0,9
Exportations	-0,6	-1,2
Importations	-0,4	-0,5
Taux de chômage (1)	0,1	0,2
Taux d'épargne (1)	0,4	0,3
Taux d'épargne financière (1)	0,4	0,2
Inflation (1)	-0,1	-0,2
Salaires nominaux	0	-0,2
Taux de change contre \$	0	-0,2
Taux de change contre euro	0	-0,2
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0,6	0,1
Solde public (2)	-0,2	-0,3
Balance courante (2)	0	-0,1

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

**SCÉNARIO D'« ATERRISSAGE BRUTAL » AUX ETATS-UNIS
TENSION SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DE LONG TERME
AMÉRICAINS (+2 POINTS)
ET EFFONDREMENT DE WALL STREET (-30 %) AVEC
TRANSMISSION SPONTANÉE
AUX AUTRES PLACES BOURSIÈRES ET ADAPTATION DES
POLITIQUES MONÉTAIRES**

(3) ETATS-UNIS

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,4	-0,9
Consommation	-0,5	-1,1
Investissement privé non résidentiel	-0,6	-2
Exportations	-0,4	-0,5
Importations	-1	-1,5
Taux de chômage (1)	0,1	0,4
Taux d'épargne (1)	0,4	0,5
Taux d'épargne financière (1)	0,3	0,5
Inflation (1)	0	-0,1
Salaires nominaux	-0,1	-0,6
Taux de change effectif	0	-0,5
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	-0,2	-0,6
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	1	-0,5
Solde public (2)	-0,1	-0,4
Balance courante (2)	0,1	0,2

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie
(1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB
Source : COE avec le modèle multinational OEF

TA
BL
EA
U
N°
-

**SCÉNARIO D'« ATERRISSAGE BRUTAL » AUX ETATS-UNIS
TENSION SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DE LONG TERME
AMÉRICAINS (+2 POINTS)
ET EFFONDREMENT DE WALL STREET (-30 %) AVEC
TRANSMISSION SPONTANÉE
AUX AUTRES PLACES BOURSIÈRES ET ADAPTATION DES
POLITIQUES MONÉTAIRES**

h) EUROPE

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
PIB	Zone Euro	-0,2	-0,2
	dont : Allemagne	-0,2	-0,3
	France	-0,3	-0,2
	Italie	-0,2	-0,2
	Royaume-Uni	-0,1	-0,2
Consommation	Zone Euro	-0,2	-0,1
	dont : Allemagne	-0,2	-0,2
	France	-0,3	-0,1
	Italie	-0,1	-0,1
	Royaume-Uni	-0,1	0
Investissement privé non résidentiel (*)	Zone Euro	-0,3	-0,4
	dont : Allemagne	-0,2	-0,6
	France	-0,6	-0,3
	Italie	-0,4	-0,5
	Royaume-Uni	-0,1	-0,4
Exportations	Zone Euro	-0,4	-0,5
	dont : Allemagne	-0,5	-0,5
	France	-0,4	-0,5
	Italie	-0,4	-0,5
	Royaume-Uni	-0,4	-0,5
Importations	Zone Euro	-0,5	-0,4
	dont : Allemagne	-0,5	-0,3
	France	-0,8	-0,5
	Italie	-0,4	-0,2
	Royaume-Uni	-0,2	-0,3
Taux de chômage (1)	Zone Euro	0,1	0,1
	dont : Allemagne	0,1	0,1
	France	0,1	0
	Italie	0	0,1
	Royaume-Uni	0	0

(1) **Ecarts en points (*) investissement total pour la zone euro**
Source : COE avec le modèle multinational OEF

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
Taux d'épargne (1)	Allemagne	0,1	0,1
	France	0,2	0
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0,1	0
Taux d'épargne financière (1)	Allemagne	0,2	0,1
	France	0,2	0
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0,1	0
Inflation (1)	Zone Euro	0	-0,2
	dont : Allemagne	0	-0,2
	France	0	-0,2
	Italie	0	-0,2
	Royaume-Uni	0	-0,2
Salaires nominaux	Allemagne	0	-0,2
	France	-0,1	-0,3
	Italie	0	-0,2
	Royaume-Uni	-0,1	-0,4
Taux de change contre \$	Zone Euro	0,1	0,6
	Royaume-Uni	0,1	0,5
Taux de change contre euro	Royaume-Uni	-0,1	-0,1
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	Zone Euro	-0,1	-0,2
	Royaume-Uni	-0,2	-0,3
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	Zone Euro	0,4	-0,3
	Royaume-Uni	0,3	-0,3
Solde public (2)	Zone Euro	-0,1	-0,1
	dont : Allemagne	-0,1	-0,1
	France	-0,1	-0,1
	Italie	-0,1	0,1
	Royaume-Uni	-0,1	-0,2
Balance courante (2)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	0
	France	0,1	0
	Italie	-0,1	0
	Royaume-Uni	0	0

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

**SCÉNARIO D'« ATERRISSAGE BRUTAL » AUX ETATS-UNIS
TENSION SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DE LONG TERME
AMÉRICAINS (+2 POINTS)
ET EFFONDREMENT DE WALL STREET (-30 %) AVEC
TRANSMISSION SPONTANÉE
AUX AUTRES PLACES BOURSIÈRES ET ADAPTATION DES
POLITIQUES MONÉTAIRES**

(1) JAPON

Ecart variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,3	-0,2
Consommation	-0,3	0,1
Investissement privé non résidentiel	-0,4	-0,7
Exportations	-0,5	-0,9
Importations	-0,4	-0,1
Taux de chômage (1)	0,1	0,1
Taux d'épargne (1)	0,3	0
Taux d'épargne financière (1)	0,3	0
Inflation (1)	-0,1	-0,1
Salaires nominaux	0	-0,1
Taux de change contre \$	0	0,6
Taux de change contre euro	-0,1	0
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	-0,2	-0,2
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0,5	-0,3
Solde public (2)	-0,1	-0,2
Balance courante (2)	0	-0,1

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

ANNEXES

ANNEXE 1 : Dépréciation du dollar

ANNEXE 2 : Effondrement boursier généralisé

ANNEXE 3 : Le modèle multinational OEF

ANNEXE 1

➤ Dépréciation du dollar

DEPRECIATION DU DOLLAR

Chute de 10 % du taux de change effectif et chute de 10 % du taux de change vis-à-vis de l'euro et du yen

Ces simulations portent sur les conséquences macro-économiques d'une dépréciation du dollar. L'analyse est conduite en deux étapes. Dans un premier temps, le dollar se déprécie de 10% par rapport à l'ensemble des monnaies entrant dans la composition du taux de change effectif. Dans une deuxième étape, la monnaie américaine se déprécie dans les mêmes proportions, mais vis-à-vis du yen et de l'euro.

Dans les deux cas, la chute du dollar est maintenue sur l'ensemble de la période et les mécanismes endogènes de formation des taux d'intérêt sont actifs de sorte que les banques centrales, dans chacune des zones, réagissent aux variations de prix et aux fluctuations de l'activité.

La compétitivité-prix des entreprises américaines s'améliore...

Dans le modèle OEF, la compétitivité-prix est prise en compte à travers deux variables. Elle est représentée par le coût relatif du travail sur le marché des biens et par « les termes de l'échange » (rapport des prix à l'exportation sur les prix à l'importation) sur le marché des services. Dans tous les pays, selon la nature des biens échangés, ces deux variables sont des déterminants fondamentaux, à court terme comme à long terme, du niveau des échanges extérieurs. Dès lors, le choc sur les parités du dollar vis-à-vis des autres monnaies entraîne des gains de compétitivité importants pour les entreprises américaines. Deux types d'explications peuvent alors être données:

- lorsque la monnaie américaine se déprécie, le coût moyen unitaire mondial du travail exprimé en dollars augmente. Le coût relatif du travail diminue aux Etats-Unis et favorise les exportateurs de biens.

- cette dépréciation conduit également à une augmentation de l'indice des prix du commerce mondial exprimés en dollars. Or, les prix à l'exportation et à l'importation sont indexés sur cet indice. Les premiers l'étant avec une élasticité deux fois plus faible à court terme comme à long terme, le choc réduit leur rapport. L'amélioration des termes de l'échange favorise les exportateurs de services.

En Europe et au Japon, le raisonnement inverse peut être tenu. L'appréciation de l'euro et du yen vis-à-vis du dollar rend les entreprises moins compétitives. La détérioration des deux indices de compétitivité-prix contribue à la baisse des exportations.

Dans la première partie de l'analyse, la hausse des exportations américaines par rapport au compte central atteint 1,8 % la première année pour s'établir à 3,2 % la dernière année. Ces résultats sont toutefois moins marqués dans la deuxième partie de l'analyse, puisque le dollar ne se déprécie plus vis-à-vis de l'ensemble des monnaies entrant dans la composition du taux de change effectif, mais seulement par rapport à l'euro et au yen. Dans les deux cas, le dynamisme du commerce extérieur permet une nette amélioration du solde courant américain qui, en deux ans, se situe à un niveau supérieur de 0,6 et de 0,5 % à celui du compte central.

...et le dynamisme de la demande extérieure stimule la croissance et l'emploi aux Etats-Unis

La hausse de la demande extérieure adressée aux Etats-Unis conduit à un accroissement de la production par rapport au compte central (respectivement 1 % et 0,8 % la première année dans les deux parties de l'analyse).

Cette accroissement de l'activité dope l'investissement des entreprises américaines. En effet, celles-ci n'investissent que si elle anticipent de futurs débouchés. Or, leurs anticipations sont formalisées sur la base des évolutions passées de la demande. La hausse de la production entretient, alors, l'accroissement de l'investissement privé non résidentiel.

Cette hausse de l'activité pèse sur les prix à la production et par conséquent, les prix à la consommation et les prix du PIB. Les salaires nominaux étant indexés sur ces derniers, ils augmentent à leur tour, entretenant ainsi les tensions sur les prix.

L'emploi s'ajuste à la demande finale et le taux de chômage américain diminue de 0,7 point en deux ans dans la première variante et de 0,5 point dans la deuxième variante.

En Europe et au Japon, la dégradation des échanges extérieurs pèse sur l'activité et sur l'emploi. Les prix et les salaires nominaux s'ajustent alors à la baisse.

La réaction des banques centrales limite l'impact du choc

Le mécanisme endogène de formation des taux d'intérêt étant actif dans tous les pays, les réactions des politiques monétaires atténuent les effets du choc.

Aux Etats-Unis, la hausse du niveau des prix et la réduction de « l'output gap » conduisent les autorités monétaires à accroître le taux des « Fed Funds ». La hausse du taux d'intérêt à court terme nominal qui en découle pèse mécaniquement sur les taux longs nominaux. Cette tension sur les taux d'intérêt contribue à freiner la demande intérieure et à limiter l'impact du choc positif provoqué par le dynamisme du commerce extérieur.

A l'inverse, le fléchissement de la croissance et la désinflation évoquées ci-dessus poussent les autorités monétaires européennes et japonaises à réduire leurs taux d'intérêt nominaux à court terme. Cette baisse s'accompagne de celle des taux longs nominaux. Les taux d'intérêt réels diminuent par rapport à la situation précédente. Ils favorisent ainsi la consommation des ménages et accroissent la rentabilité des projets d'investissement.

CHUTE DU DOLLAR (BAISSE DU TAUX DE CHANGE EFFECTIF DE 10 %) AVEC ADAPTATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES

(i)

(2) ETATS-UNIS

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	0,4	1
Consommation	-0,4	-1
Investissement privé non résidentiel	1,6	4,6
Exportations	1,8	3,2
Importations	-1,9	-3,3
Taux de chômage (1)	-0,2	-0,7
Taux d'épargne (1)	-0,3	0,2
Taux d'épargne financière (1)	-0,2	0,3
Inflation (1)	1,2	1,4
Salaires nominaux	0,3	1,9
Taux de change effectif	-10	-10
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0,2	1,4
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0,2	1,2
Solde public (2)	0,1	0,3
Balance courante (2)	0,2	0,6

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB
Source : COE avec le modèle multinational OEF

CHUTE DU DOLLAR (BAISSE DU TAUX DE CHANGE EFFECTIF DE 10 %) AVEC ADAPTATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES

i) EUROPE

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
PIB	Zone Euro	-0,1	-0,2
	dont : Allemagne	0	-0,2
	France	0	-0,2
	Italie	-0,1	-0,3
	Royaume-Uni	0	0,1
Consommation	Zone Euro	0,2	0,2
	dont : Allemagne	0,3	0,3
	France	0,2	-0,1
	Italie	0,1	0,2
	Royaume-Uni	0	0,3
Investissement privé non résidentiel (*)	Zone Euro	0	-0,1
	dont : Allemagne	0	-0,1
	France	-0,1	-0,3
	Italie	-0,3	-0,6
	Royaume-Uni	0,1	0,4
Exportations	Zone Euro	-0,4	-0,9
	dont : Allemagne	-0,4	-1,1
	France	-0,4	-0,9
	Italie	-0,4	-1
	Royaume-Uni	-0,4	-1,1
Importations	Zone Euro	0,1	-0,2
	dont : Allemagne	0,1	-0,1
	France	-0,1	-0,6
	Italie	0,2	0,1
	Royaume-Uni	0,1	0,4
Taux de chômage (1)	Zone Euro	0	0,1
	dont : Allemagne	0	0,1
	France	0	0
	Italie	0	0,1
	Royaume-Uni	0	0

(2) Ecarts en points (*) investissement total pour la zone euro

Source : COE avec le modèle multinational OEF

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
Taux d'épargne (1)	Allemagne	0	0
	France	0,1	0,3
	Italie	0	0,1
	Royaume-Uni	0	-0,4
Taux d'épargne financière (1)	Allemagne	-0,1	0
	France	0	0,1
	Italie	-0,1	0
	Royaume-Uni	0	-0,5
Inflation (1)	Zone Euro	-0,4	-0,5
	dont : Allemagne	-0,5	-1
	France	-0,5	-0,5
	Italie	-0,5	-0,6
	Royaume-Uni	-0,7	-1,1
Salaires nominaux	Allemagne	-0,1	-0,4
	France	-0,1	-0,4
	Italie	-0,1	-0,4
	Royaume-Uni	-0,1	-0,2
Taux de change contre \$	Zone Euro	10	10
	Royaume-Uni	10	10
Taux de change contre euro	Royaume-Uni	0,4	0,5
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	Zone Euro	-0,6	-0,8
	Royaume-Uni	-0,4	-0,4
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	Zone Euro	-0,3	0,1
	Royaume-Uni	-0,2	-0,1
Solde public (2)	Zone Euro	-0,1	-0,1
	dont : Allemagne	-0,1	-0,1
	France	-0,2	-0,3
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	-0,2	-0,3
Balance courante (2)	Zone Euro	-0,2	-0,2
	dont : Allemagne	-0,1	-0,1
	France	-0,1	-0,1
	Italie	-0,1	-0,1
	Royaume-Uni	-0,3	-0,6

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

**CHUTE DU DOLLAR (BAISSE DU TAUX DE CHANGE EFFECTIF DE 10 %)
AVEC ADAPTATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES**

(i)

(2) JAPON

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,2	-0,5
Consommation	0,2	0,4
Investissement privé non résidentiel	-0,3	-1,1
Exportations	-1,3	-3
Importations	0,6	0,6
Taux de chômage (1)	0,1	0,3
Taux d'épargne (1)	0,2	0,4
Taux d'épargne financière (1)	0,2	0,3
Inflation (1)	-0,6	-0,5
Salaires nominaux	0	-0,3
Taux de change contre \$	10	10
Taux de change contre euro	0	0
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	-0,1	-0,2
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0	0,4
Solde public (2)	-0,2	-0,5
Balance courante (2)	-0,2	-0,4

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie
(1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB
Source : COE avec le modèle multinational OEF

CHUTE DU DOLLAR PAR RAPPORT AU YEN ET A L'EURO (10 %)

TA
BL
EA
U
N°
~

Avec adaptation des politiques monétaires

(3) ETATS-UNIS

Ecart variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	0,3	0,8
Consommation	-0,3	-0,7
Investissement privé non résidentiel	1,2	3,6
Exportations	1,1	2,5
Importations	-1,6	-2,6
Taux de chômage (1)	-0,2	-0,5
Taux d'épargne (1)	-0,3	0,2
Taux d'épargne financière (1)	-0,1	0,2
Inflation (1)	0,9	1,1
Salaires nominaux	0,2	1,4
Taux de change effectif	-6,7	-6,5
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0,2	1,1
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0,1	0,9
Solde public (2)	0,1	0,3
Balance courante (2)	0,2	0,5

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

CHUTE DU DOLLAR PAR RAPPORT AU YEN ET A L'EURO (10 %)

TABLEAU N°

Avec adaptation des politiques monétaires

j) EUROPE

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
PIB	Zone Euro	-0,1	-0,1
	dont : Allemagne	-0,1	-0,2
	France	-0,1	-0,1
	Italie	-0,2	-0,3
	Royaume-Uni	-0,1	-0,2
Consommation	Zone Euro	0,2	0,3
	dont : Allemagne	0,3	0,4
	France	0,2	0,2
	Italie	0,1	0,3
	Royaume-Uni	0,3	0,9
Investissement privé non résidentiel (*)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	-0,1
	France	-0,1	-0,2
	Italie	-0,4	-0,5
	Royaume-Uni	0	0
Exportations	Zone Euro	-0,5	-0,7
	dont : Allemagne	-0,6	-0,9
	France	-0,5	-0,7
	Italie	-0,6	-0,9
	Royaume-Uni	-0,8	-1,4
Importations	Zone Euro	0	0,1
	dont : Allemagne	0,2	0,3
	France	-0,2	-0,3
	Italie	0,1	0,4
	Royaume-Uni	0,2	0,9
Taux de chômage (1)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	0,1
	France	0	0
	Italie	0,1	0,1
	Royaume-Uni	0	0

(1) Ecarts en points (*) investissement total pour la zone euro

Source : COE avec le modèle multinational OEF

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
Taux d'épargne (1)	Allemagne	0	0
	France	0,1	0,2
	Italie	-0,1	0,1
	Royaume-Uni	0	-0,6
Taux d'épargne financière (1)	Allemagne	-0,1	0
	France	0	0,1
	Italie	0	0,1
	Royaume-Uni	0	-0,7
Inflation (1)	Zone Euro	-0,5	-0,6
	dont : Allemagne	-0,5	-0,6
	France	-0,5	-0,6
	Italie	-0,5	-0,7
	Royaume-Uni	-0,6	-0,6
Salaires nominaux	Allemagne	-0,1	-0,5
	France	-0,1	-0,5
	Italie	-0,1	-0,5
	Royaume-Uni	-0,2	-0,7
Taux de change contre \$	Zone Euro	10	10
	Royaume-Uni	11,4	11,5
Taux de change contre euro	Royaume-Uni	0,3	0,4
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	Zone Euro	-0,6	-1
	Royaume-Uni	-0,5	-0,8
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	Zone Euro	-0,3	-0,1
	Royaume-Uni	-0,3	-0,3
Solde public (2)	Zone Euro	-0,1	-0,1
	dont : Allemagne	-0,3	-0,1
	France	-0,2	-0,2
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	-0,3	-0,4
Balance courante (2)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	-0,1
	France	0	0
	Italie	0,2	0,1
	Royaume-Uni	-0,2	-0,5

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

**CHUTE DU DOLLAR PAR RAPPORT AU YEN ET A L'EURO (10 %)
AVEC ADAPTATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES**

(1) JAPON

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,4	-0,7
Consommation	0,3	0,7
Investissement privé non résidentiel	-0,7	-1,6
Exportations	-2,1	-3,9
Importations	1,3	1,8
Taux de chômage (1)	0,1	0,4
Taux d'épargne (1)	0,2	0,3
Taux d'épargne financière (1)	0,2	0,3
Inflation (1)	-0,7	-0,8
Salaires nominaux	-0,1	-0,4
Taux de change contre \$	10	10
Taux de change contre euro	0	0
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	-0,1	-0,4
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0	0,2
Solde public (2)	-0,3	-0,7
Balance courante (2)	-0,3	-0,6

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

ANNEXE 2

- Effondrement boursier généralisé (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon, Allemagne, France, Italie : -30 %) avec adaptation des politiques monétaires

EFFONDREMENT BOURSIER GENERALISÉ
(ETATS-UNIS, ROYAUME-UNI, JAPON, ALLEMAGNE, FRANCE,
ITALIE : -30 %)
AVEC ADAPTATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES

(2) ETATS-UNIS

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,3	-0,8
Consommation	-0,4	-1
Investissement privé non résidentiel	-0,3	-1,5
Exportations	-0,3	-0,7
Importations	-0,7	-1,4
Taux de chômage (1)	0,1	0,3
Taux d'épargne (1)	0,3	0,5
Taux d'épargne financière (1)	0,3	0,5
Inflation (1)	0	-0,1
Salaires nominaux	-0,1	-0,5
Taux de change effectif	0	-0,1
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	-0,1	-0,5
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	-0,1	-0,4
Solde public (2)	-0,1	-0,4
Balance courante (2)	0,1	0,1

Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie
 (1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

**EFFONDREMENT BOURSIER GENERALISÉ
(ETATS-UNIS, ROYAUME-UNI, JAPON, ALLEMAGNE, FRANCE,
ITALIE : -30 %)
AVEC ADAPTATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES**

k) EUROPE

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
PIB	Zone Euro	-0,1	-0,4
	dont : Allemagne	-0,1	-0,4
	France	-0,2	-0,5
	Italie	-0,1	-0,3
	Royaume-Uni	-0,3	-0,9
Consommation	Zone Euro	-0,1	-0,2
	dont : Allemagne	-0,1	-0,2
	France	-0,1	-0,4
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	-0,7	-1,9
Investissement privé non résidentiel (*)	Zone Euro	-0,2	-0,5
	dont : Allemagne	-0,1	-0,5
	France	-0,3	-0,9
	Italie	-0,2	-0,6
	Royaume-Uni	-0,2	-1,3
Exportations	Zone Euro	-0,3	-0,9
	dont : Allemagne	-0,3	-0,9
	France	-0,3	-0,9
	Italie	-0,3	-0,9
	Royaume-Uni	-0,2	-0,2
Importations	Zone Euro	-0,3	-0,7
	dont : Allemagne	-0,3	-0,7
	France	-0,4	-1,2
	Italie	-0,2	-0,4
	Royaume-Uni	-0,6	-1,9
Taux de chômage (1)	Zone Euro	0	0,1
	dont : Allemagne	0	0,2
	France	0	0,1
	Italie	0	0,1
	Royaume-Uni	0	0,1

(1) Ecarts en points (*) investissement total pour la zone euro
Source : COE avec le modèle multinational OEF

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
Taux d'épargne (1)	Allemagne	0,1	0,1
	France	0,1	0,2
	Italie	0	-0,2
	Royaume-Uni	0,6	1,8
Taux d'épargne financière (1)	Allemagne	0,1	0,2
	France	0,1	0,2
	Italie	0	-0,2
	Royaume-Uni	0,6	1,9
Inflation (1)	Zone Euro	0	-0,2
	dont : Allemagne	0	-0,1
	France	0	-0,2
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	-0,2	-1
Salaires nominaux	Allemagne	0	-0,2
	France	0	-0,3
	Italie	0	-0,2
	Royaume-Uni	-0,2	-1,3
Taux de change contre \$	Zone Euro	0,1	0,4
	Royaume-Uni	-0,3	-0,5
Taux de change contre euro	Royaume-Uni	-0,4	-0,8
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	Zone Euro	-0,1	-0,3
	Royaume-Uni	-0,3	-1,1
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	Zone Euro	-0,1	-0,3
	Royaume-Uni	-0,1	-0,4
Solde public (2)	Zone Euro	0	-0,1
	dont : Allemagne	0	-0,1
	France	-0,1	-0,2
	Italie	0	0,1
	Royaume-Uni	-0,2	-0,7
Balance courante (2)	Zone Euro	0	0
	dont : Allemagne	0	0
	France	0	0,1
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	0,1	0,5

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

**EFFONDREMENT BOURSIER GENERALISÉ
 (ETATS-UNIS, ROYAUME-UNI, JAPON, ALLEMAGNE, FRANCE,
 ITALIE : 30 %)
 AVEC ADAPTATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES**

(1) JAPON

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,3	-0,7
Consommation	-0,4	-0,6
Investissement privé non résidentiel	-0,5	-1,7
Exportations	-0,4	-0,9
Importations	-0,5	-0,9
Taux de chômage (1)	0,1	0,3
Taux d'épargne (1)	0,3	0,6
Taux d'épargne financière (1)	0,3	0,6
Inflation (1)	-0,1	-0,2
Salaires nominaux	0	-0,2
Taux de change contre \$	-0,1	0,1
Taux de change contre euro	-0,2	-0,2
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	-0,2	-0,4
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	-0,1	-0,3
Solde public (2)	-0,2	-0,5
Balance courante (2)	0	0

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

(i) *effondrement boursier generalisE*

(ETATS-UNIS, ROYAUME-UNI, JAPON, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE : -30 %)

A POLITIQUES MONÉTAIRES INCHANGÉES

(2) ETATS-UNIS

Ecart variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,3	-1,1
Consommation	-0,4	-1,2
Investissement privé non résidentiel	-0,3	-2,2
Exportations	-0,3	-1,1
Importations	-0,8	-2,1
Taux de chômage (1)	0,1	0,4
Taux d'épargne (1)	0,3	0,7
Taux d'épargne financière (1)	0,3	0,7
Inflation (1)	0	-0,2
Salaires nominaux	-0,1	-0,6
Taux de change effectif	0,1	0,2
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0	0
Solde public (2)	-0,1	-0,5
Balance courante (2)	0,1	0,2

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecart en points (2) Ecart en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

EFFONDREMENT BOURSIER GENERALISÉ

(ETATS-UNIS, ROYAUME-UNI, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE :
-30 %)
A POLITIQUES MONÉTAIRES INCHANGÉES

1) EUROPE

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
PIB	Zone Euro	-0,2	-0,5
	dont : Allemagne	-0,1	-0,6
	France	-0,2	-0,6
	Italie	-0,1	-0,4
	Royaume-Uni	-0,4	-1,7
Consommation	Zone Euro	-0,1	-0,4
	dont : Allemagne	-0,1	-0,4
	France	-0,2	-0,6
	Italie	0	-0,2
	Royaume-Uni	-0,2	-2,9
Investissement privé non résidentiel (*)	Zone Euro	-0,2	-0,8
	dont : Allemagne	-0,1	-0,7
	France	-0,4	-1,3
	Italie	-0,2	-1
	Royaume-Uni	-0,2	-2,5
Exportations	Zone Euro	-0,4	-1,3
	dont : Allemagne	-0,4	-1,3
	France	-0,4	-1,3
	Italie	-0,4	-1
	Royaume-Uni	-0,3	-1
Importations	Zone Euro	-0,3	-1,2
	dont : Allemagne	-0,4	-1,2
	France	-0,5	-1,8
	Italie	-0,2	-0,8
	Royaume-Uni	-0,7	-2,9
Taux de chômage (1)	Zone Euro	0	0,2
	dont : Allemagne	0	0,2
	France	0	0,1
	Italie	0	0,2
	Royaume-Uni	0	0,2

(1) Ecarts en points (*) investissement total pour la zone euro

Source : COE avec le modèle multinational OEF

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année		1	2
Taux d'épargne (1)	Allemagne	0,1	0,2
	France	0,1	0,4
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0,6	1,8
Taux d'épargne financière (1)	Allemagne	0,1	0,3
	France	0,1	0,4
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	0,6	2
Inflation (1)	Zone Euro	0	-0,2
	dont : Allemagne	0	-0,1
	France	0	-0,2
	Italie	0	-0,1
	Royaume-Uni	-0,1	-0,8
Salaires nominaux	Allemagne	0	-0,2
	France	0	-0,3
	Italie	0	-0,2
	Royaume-Uni	-0,3	-1,8
Taux de change contre \$	Zone Euro	0	0
	Royaume-Uni	0,1	1
Taux de change contre euro	Royaume-Uni	0,1	1
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	Zone Euro	0	0
	Royaume-Uni	0	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	Zone Euro	0	0
	Royaume-Uni	0	0,2
Solde public (2)	Zone Euro	0	-0,2
	dont : Allemagne	0	-0,2
	France	-0,1	-0,3
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	-0,2	-0,7
Balance courante (2)	Zone Euro		
	dont : Allemagne	0	0
	France	0	0,1
	Italie	0	0
	Royaume-Uni	0,1	0,7

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

**EFFONDREMENT BOURSIER GENERALISÉ
(ETATS-UNIS, ROYAUME-UNI, JAPON, ALLEMAGNE, FRANCE,
ITALIE : -30 %)
A POLITIQUES MONÉTAIRES INCHANGÉES**

(1) JAPON

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2
PIB	-0,3	-0,8
Consommation	-0,4	-0,7
Investissement privé non résidentiel	-0,5	-1,8
Exportations	-0,4	-1,4
Importations	-0,5	-1,1
Taux de chômage (1)	0,1	0,3
Taux d'épargne (1)	0,4	0,8
Taux d'épargne financière (1)	0,4	0,8
Inflation (1)	-0,1	-0,3
Salaires nominaux	0	-0,2
Taux de change contre \$	0	-0,2
Taux de change contre euro	0	-0,2
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0	0
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0	0,1
Solde public (2)	-0,2	-0,6
Balance courante (2)	0	0

☒ Les taux de change sont exprimés au certain de sorte qu'un écart variantiel positif corresponde à une appréciation de la monnaie

(1) Ecarts en points (2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

ANNEXE 3

➤ Le modèle multinational OEF

LE MODÈLE MULTINATIONAL OEF

Le modèle multinational macroéconométrique OEF, de fréquence trimestrielle, comprend 22 modèles nationaux et 6 zones géographiques (couvrant 52 pays). Bien entendu, une hiérarchie existe dans le traitement détaillé des pays. Les principales économies industrialisées (États-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie et Canada) donnent lieu à des modèles "volumineux" et plus performants (250 variables) que les petits pays européens ou certains pays émergents (150 variables). D'autre part, certaines régions du monde sont traitées en bloc et avec une précision sommaire.

L'approche "globalisante" des modèles multinationaux se traduit par une structure théorique similaire à la plupart des modèles nationaux qui les composent. C'est le cas du modèle OEF. Les spécificités nationales transparaissent alors essentiellement à travers les valeurs des coefficients estimés dans chacune des équations de comportement.

Sur le plan méthodologique, l'approche économétrique correspond à la nouvelle génération de modèles macro-économiques puisqu'elle est basée sur l'existence et la mise en évidence de relations de cointégration entre les principales composantes économiques dans le long terme. Techniquement, cela se traduit par la présence de modèles à correction d'erreur dans la majorité des équations du modèle.

Pour l'interprétation économique, cette architecture technique n'est pas sans importance. Elle permet d'appréhender à la fois la dynamique de court terme et le comportement de long terme des principales variables analysées, la première étant corrigée systématiquement afin d'assurer l'équilibre de moyen-long terme du modèle. Le qualificatif "long" doit être nuancé car pour un modèle trimestriel comme l'est OEF, l'ajustement au long terme peut être réalisé en l'espace de quelques années (dont le nombre est inférieur à 5 ans, notamment). Cette structure technique répond ainsi doublement aux exigences du contenu théorique puisque les expressions de long terme ont aussi la propriété d'intégrer des déterminants reflétant des comportements d'offre, souvent absents dans les générations précédentes de modèles macro-économiques néo-keynésiens.

Outre la globalisation géographique, la quasi-totalité des variables économiques sont endogénéisées.

Le traitement des taux d'intérêt et des taux de change est, sur ce plan, un exemple déterminant. La politique monétaire est endogène dans le modèle multinational, conduire des variantes à politique inchangée suppose donc que l'on neutralise un certain nombre d'équations.

La formalisation des variables financières s'étend au-delà des taux d'intérêt et de change. Elle couvre, en effet, mais de façon plus sommaire, les déterminants directs de marchés financiers. Ainsi, le marché des actions et leur prix ne sont pas exogènes dans le modèle. La demande de monnaie est également déterminée par le bouclage macro-économique multinational.

Ces choix de développement ont des conséquences sur l'ensemble du modèle car, ces variables financières sont présentes dans les comportements économiques centraux : approche en Q de Tobin pour l'investissement des entreprises ; influence de la richesse financière dans le comportement de consommation et bien entendu, présence des taux d'intérêt courts et/ou longs dans un grand nombre d'équations pour expliquer à la fois l'équilibre de moyen-long terme et la dynamique de court terme.

La transmission des chocs financiers internes et/ou externes conditionne donc, de manière significative, à côté de la transmission des chocs en volume, les résultats du modèle. Dans ces domaines, la prédominance de l'économie américaine et allemande (pour l'Europe) apparaît clairement.

La dernière version du modèle OEF (début 1999) intègre la modélisation de la zone euro (11 pays). Cela se traduit par l'existence de variables "zone euro" résultant simplement de l'agrégation pondérée de variables calculées par les différents modèles nationaux. Mais surtout, les spécifications concernant la politique monétaire ont été modifiées. Ainsi, le taux d'intérêt à court terme pour la zone euro est déterminé dans le modèle allemand par une fonction de réaction de la BCE basée prioritairement sur une cible d'inflation (2 %) et, de façon marginale, sur une cible de croissance potentielle (2,5 % pour l'ensemble de la zone).

Un taux de change euro/dollar est formalisé à partir des différentiels de taux d'intérêt et d'inflation par rapport aux Etats-Unis et d'une prime de risque fonction de la balance courante. Il est décliné à l'ensemble de la zone. Aucune autonomie nationale n'est donc plus autorisée.



novembre 1999

3

**EXPLORATION SUR LES FORMES
ET LES CONSEQUENCES D'UNE
NOUVELLE DYNAMIQUE
TECHNOLOGIQUE EN FRANCE**

B. MARIE-CLAIRE MARCHESI

C. STEPHANE ROUDET



CHAMBRE DE COMMERCE ET D'INDUSTRIE DE PARIS

SOMMAIRE

Exploration sur les formes et les conséquences d'une nouvelle dynamique technologique en France

I- Changement de rythme du progrès technique et croissance potentielle accrue

Tableau 1.....

Choc sur la productivité globale des facteurs avec adaptation de la politique monétaire

Encadré.....

Croissance potentielle et facteurs de production dans le modèle OEF

II- Une dynamique de l'investissement des entreprises comparable à celle des Etats-Unis.....

TABLEAU 2.....

Hausse du rythme de croissance de l'investissement des entreprises à politique monétaire inchangée

TABLEAU 3.....

Hausse du rythme de croissance de l'investissement des entreprises avec adaptation de la politique monétaire

1. III- Nouvelles technologies de l'information et de la communication : un scénario de rattrapage pour la France

Tableau 4.....

Choc sur la productivité globale des facteurs et hausse du rythme de l'investissement des entreprises

Graphiques

Investissement et stock de capital

ANNEXE

Le modèle multinational OEF

L'analyse de la croissance économique aux Etats Unis ne se fait plus sans porter une attention particulière aux développements rapides et amples qui ont lieu dans le domaine des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC).

Que l'on croit ou non au pouvoir « révolutionnaire » du progrès technologique lié au traitement de l'information, l'expansion des activités économiques qui s'y rapportent est incontestable.

D'un point de vue macro-économique, le problème est de savoir si cette expansion n'est que ponctuelle ou si l'apparition et la diffusion des NTIC inaugure un nouveau mode de production, de consommation et de croissance.

Une multitude de questions restent actuellement ouvertes qu'elles se rapportent aux transformations en cours, à leur évolution probable ou encore à l'importance des implications macro-économiques sur la croissance et l'emploi.

Le dynamisme actuel de l'investissement productif américain sur une phase d'une durée inhabituelle est indéniable. De même, il apparaît clairement que cette croissance soutenue est alimentée par la forte progression de l'équipement en NTIC dans une majorité de secteurs.

Néanmoins, il reste difficile de trancher sur la question clé du débat sur la « nouvelle économie » à savoir dans quelle mesure ce dynamisme exceptionnel de l'investissement contribue et/ou contribuera durablement au changement de rythme tendanciel de la croissance américaine.

En fait, ce dernier ne peut se produire que s'il s'appuie sur une croissance plus vive du stock de capital, et pas seulement de l'investissement. En outre, une rupture de tendance du progrès technique rehaussant la croissance de la productivité des facteurs de production constitue une seconde condition. Seule la réalisation de cette dernière condition permet d'accréditer la thèse d'une nouvelle « révolution technologique et industrielle ».

Or, il reste délicat de dresser un constat sur les conséquences pour la productivité du développement des NTIC car les instruments économiques usuels n'appréhendent pas avec exactitude les différents déterminants du problème. La question reste donc posée : la production et la diffusion des NTIC sont-elles réellement porteuses de gains de productivité ?

Aux Etats-Unis, les analyses apportent une réponse positive à cette interrogation dans le cas des secteurs producteurs de NTIC. En revanche,

dans le cas des secteurs auxquels sont diffusées les NTIC sous forme d'investissement, le résultat est moins évident. La vitesse à laquelle se produira cette diffusion est bien entendu un élément déterminant pour les résultats sur la croissance. Bien que certains analystes préconisent un temps d'adaptation comparable aux précédents bouleversements techniques (soit plusieurs décennies), il nous semble que le contexte actuel peut engendrer une mutation plus rapide.

Si l'on se reporte aux concepts macro-économiques traditionnels, il y aurait donc à l'origine des suppléments potentiels de croissance deux types d'effets :

(i) un **effet d'offre** passant par une innovation de produits (au sens large, c'est-à-dire y compris services) mais aussi de procédés et se traduisant, à terme, par des gains de productivité. L'intégration et la diffusion du progrès technologique passe par différentes phases, équipement accru mais aussi bouleversements organisationnels aux différents stades de la production ou de la diffusion du produit (commercialisation, par exemple. On pense en particulier à la généralisation de l'Internet).

(ii) un **effet de demande** à travers le développement intensif de l'équipement ou de services informatiques et de télécommunications. Cet effet peut être subdivisé en deux composantes car la demande émane à la fois des entreprises et des ménages. Quelle que soit son origine, son dynamisme alimente directement la croissance. Cependant, le comportement des entreprises a des implications plus importantes et plus générales car il touche aux conditions de l'offre.

A partir de ce schéma d'analyse nous explorons les formes et les conséquences que pourrait avoir une nouvelle dynamique « technologique » en France.

Aujourd'hui, la France n'est pas structurellement comparable aux Etats-Unis, berceau de l'innovation dans le domaine des technologies de l'information et encore leader mondial de la production de matériel et de logiciels informatiques. Cependant, elle ne reste pas à l'écart de ces mutations et présente même des atouts dans certains secteurs tels que les télécommunications.

Ainsi, il est possible d'envisager une croissance plus vive et aussi plus durable en France qui serait fondée d'une part, sur une dynamique vertueuse de l'investissement, elle-même découlant du développement accéléré des NTIC, d'autre part, sur la création directe de valeur ajoutée dans les nouveaux secteurs de pointe (multimédia, internet en particulier, téléphonie, etc.).

Dans cette étude, nous mettons en oeuvre deux simulations qui ont pour objectif d'appréhender les deux types de phénomènes évoqués ci-dessus :

1) la première postule un effet d'offre qui passerait par un **rythme accru du progrès technique** traduisant l'idée d'une « révolution technologique » qui agirait en priorité sur la productivité globale des facteurs de production ;

2) la seconde impose un effet de demande à travers une **augmentation soutenue du rythme d'investissement matériel des entreprises** reflétant une phase de diffusion intensive des NTIC. Une attention particulière est portée aux implications qui en résultent pour le stock de capital, la croissance potentielle et la productivité.

Dans une partie finale, les deux effets sont cumulés afin d'envisager un scénario dans lequel la dynamique vertueuse de l'investissement s'accompagnerait néanmoins d'un changement de rythme du progrès technique.

I – CHANGEMENT DE RYTHME DU PROGRES TECHNIQUE ET CROISSANCE POTENTIELLE ACCRUE

NOUS ETUDIONS DANS CETTE PREMIERE SECTION L'IMPACT SUR L'ECONOMIE FRANÇAISE D'UNE HAUSSE DE LA PRODUCTIVITE GLOBALE DES FACTEURS, QUI CORRESPONDRAIT A UN CHANGEMENT DE RYTHME DU PROGRES TECHNIQUE FAVORISE PAR LA DIFFUSION DES NTIC (CF. ENCADRE). LE RYTHME DE CROISSANCE POTENTIELLE EST PAR CONSEQUENT RELEVÉ. DANS SA VERSION LA PLUS OPTIMISTE, L'INTERPRETATION DE LA PHASE D'EXPANSION AMERICAINE CONDUIT A PRECONISER L'EXISTENCE D'UN « NOUVEAU REGIME » DE CROISSANCE, CARACTERISE PAR UNE HAUSSE DURABLE DU TAUX DE CROISSANCE POTENTIELLE. CETTE DERNIERE SERAIT RENDUE POSSIBLE PAR DES RYTHMES D'ACCUMULATION DU CAPITAL ET DU PROGRES TECHNIQUE SUPERIEURS. DANS UNE VERSION UN PEU MOINS FAVORABLE, LA HAUSSE DU TAUX DE CROISSANCE POTENTIELLE NE SERAIT QUE TRANSITOIRE, LA PRODUCTION POTENTIELLE SE SITUERAIT BIEN A UN NIVEAU SUPERIEUR, MAIS L'ECONOMIE AMERICAINE RETROUVERAIT ENSUITE UN TAUX DE CROISSANCE CONFORME A SA TENDANCE PASSEE. DANS LE CADRE DE CETTE ETUDE, LE PREMIER TYPE DE CHOC A ETE RETENU. LE RYTHME DE

CROISSANCE DU PROGRES TECHNIQUE S'ACCROIT DE 0,3 POINT (SANS VARIATION DES QUANTITES DE FACTEURS *EX ANTE*) ET EST MAINTENU SUR L'ENSEMBLE DE LA PERIODE. LE CHOC EST ALORS CALIBRE AFIN QUE LE TAUX DE CROISSANCE POTENTIELLE ANNUEL DE L'ECONOMIE FRANÇAISE SOIT SUPERIEUR DE 0,3 POINT A CELUI DU COMPTE CENTRAL. IL SE SITUE AINSI A UN NIVEAU PROCHE DE 2,5 % CONTRE 2,2 % DANS LA SITUATION DE REFERENCE. L'ANALYSE EST MENEES EN LAISSANT LES MECANISMES MONETAIRES DU MODELE ENDOGENES, SACHANT QU'ILS OCCUPENT UNE PLACE MARGINALE DANS CE TYPE DE SIMULATION.

L'accroissement de la production potentielle réduit les tensions sur les capacités de production (mesurées par l'écart en pourcentage du PIB effectif au PIB potentiel). L'activité est alors dynamisée à travers deux types d'effets, prioritairement des effets de prix, mais aussi des effets de volume :

(i) D'une part, les moindres tensions sur les capacités de production se traduisent par une réduction des prix à la production qui se transmet, à son tour, aux prix du PIB et aux prix à la consommation. Ce mouvement provoque dès lors une baisse des salaires nominaux qui s'ajustent à ces fluctuations. Le taux d'inflation est ainsi diminué de 0,5 point en cinq ans, quant aux salaires nominaux, l'écart variantiel observé est de $-0,5\%$ en fin de simulation. Ces effets-prix poussent les ménages à consommer davantage car ils rehaussent leur revenu disponible et la valeur de leurs encaisses, exprimés en termes réels.

L'accroissement du rythme du progrès technique imposé dans ce scénario, alors que les quantités de facteurs de production restent constantes *ex ante*, génère des gains de productivité. La productivité apparente du travail, comme celle du capital, progresse de près de $0,8\%$ par rapport au scénario de référence. Dès lors, la réduction des salaires nominaux couplée aux gains de productivité apparente du travail permet une baisse des coûts salariaux unitaires qui se traduit par des gains de compétitivité-prix pour les exportateurs français.

(ii) D'autre part, la baisse des tensions sur les capacités de production provoque une réorientation de la demande française adressée à l'étranger vers les producteurs nationaux. Les importations sont en effet sensibles aux tensions sur les capacités de production et, en cinq ans, l'amélioration des conditions de l'offre permet de réduire les importations de $0,4\%$ par rapport au compte central. Cet effet-volume, conjugué au dynamisme des exportations évoqué précédemment, améliore la situation extérieure de l'économie française si bien qu'en fin de simulation, la balance courante se situe $0,2$ point de PIB au-dessus du compte central.

La vigueur des demandes intérieure et extérieure et le surcroît de production qui en découle (la cinquième année, le PIB se situe à un niveau supérieur de 0,8 % par rapport au compte central) poussent les entreprises à investir ce qui, en retour, dynamise à nouveau l'activité.

La hausse de la production ne se traduit pas pour autant par une amélioration de l'emploi. L'effet est plutôt neutre dans ce domaine en raison de l'évolution du salaire réel (salaire nominal versé par les employeurs déflaté par le prix du PIB). Le jeu des indexations dans la boucle prix-salaires conduit, en effet, les salaires nominaux à diminuer moins vite que le prix du PIB. La demande de travail subit alors les effets contraires du mouvement de hausse enregistré par le salaire réel d'une part, et du surplus d'activité d'autre part. Sur l'ensemble de la simulation, le taux de chômage reste stable par rapport au compte central.

**choc sur la productivité globale des facteurs* avec adaptation de la
politique monétaire**

TAB
LEA
U
N° 1

(2)

(3)

(4) **FRANCE**

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2	3	4	5
PIB	0	0,2	0,4	0,6	0,8
Consommation	0	0	0,2	0,3	0,5
Investissement privé non résidentiel	0	0,3	0,6	0,9	1,1
Exportations	0	0,1	0,2	0,4	0,6
Importations	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Taux de chômage (1)	0	0	0	0	0
Taux de croissance potentielle	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Productivité apparente du travail	0	0,1	0,3	0,5	0,8
Productivité apparente du capital	0	0,1	0,3	0,4	0,7
Inflation (1)	0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
Salaires nominaux	0	0	-0,1	-0,2	-0,5
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0	0	-0,1	-0,1	-0,1
Solde public (2)	0	0	0,1	0,1	0,2
Balance courante (2)	0	0,1	0,1	0,1	0,2

(1) Ecarts en points

(2) Ecarts en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

* Hausse de 0,3 point du rythme annuel de croissance de la productivité globale des facteurs.

II. CROISSANCE POTENTIELLE ET FACTEURS DE PRODUCTION DANS LE MODELE OEF

Dans le modèle OEF, le niveau de production potentielle, correspondant à l'utilisation des facteurs de production compatible avec une inflation stable (capital physique en place à court ou moyen terme et emploi potentiel déterminé au niveau du NAIRU (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment)), est déterminé à partir d'une fonction de production de type Cobb-Douglas à rendements constants et progrès technique neutre. La formalisation retenue est la suivante :

$$Y^* = \text{PROD} \times (L_n)^\alpha \times (K)^{1-\alpha}$$

où Y^* représente la production potentielle, K le stock de capital, L_n le niveau d'emploi potentiel et PROD la productivité globale des facteurs mesurant ce que la seule croissance des facteurs de production ne peut expliquer. Sous l'hypothèse de marchés concurrentiels, les paramètres α et $(1 - \alpha)$ représentent les parts respectives des salaires et des profits dans la valeur ajoutée. Dans le modèle OEF, α vaut 0,65.

Le taux de croissance potentielle de l'économie est alors donné par :

$$\Delta \ln(Y^*_t) = \Delta \ln(\text{PROD}_t) + 0,35 \Delta \ln(K_t) + 0,65 \Delta \ln(L_{nt})$$

où $\Delta \ln(X_t) = (X_t - X_{t-1})/X_{t-1}$.

Le taux de croissance de la productivité globale des facteurs peut s'écrire comme une moyenne pondérée des évolutions de la productivité apparente du travail et de celle du capital :

$$\Delta \ln(\text{PROD}_t) = 0,35 \Delta \ln(Y_t/K_t) + 0,65 \Delta \ln(Y_t/L_{nt})$$

A. L'EMPLOI AU NIVEAU DU NAIRU (L_N)

Dans le modèle OEF, l'emploi potentiel, L_n , est défini au niveau du NAIRU. Il est formalisé comme suit :

$$L_n = ((1 - \text{NAIRU})/100) \times L_s$$

où L_s est l'offre de travail, résultant de l'application d'un taux de participation, lui-même fonction croissante du salaire réel, à la population active. Le NAIRU est lui fonction du « coin fiscal ».

B. LE STOCK DE CAPITAL (K)

Le stock de capital à l'instant t est égal au flux d'investissement en t et au stock de capital en $(t-1)$ corrigé du déclassement du matériel obsolète, soit :

$$K_t = (1 - \delta) \times K_{t-1} + I_t$$

avec K_t le stock de capital au trimestre t , I_t l'investissement au trimestre t et δ le taux de déclassement du capital.

Le taux de croissance du stock de capital peut alors s'écrire :

$$\Delta \ln(K_t) = -\delta + (I_t / K_{t-1})$$

où (I_t / K_{t-1}) est le taux d'accumulation du capital. Ce dernier peut être aussi décomposé tel que :

$$(I_t / K_{t-1}) = (I_t / Y_t) \times (Y_t / K_{t-1})$$

Le taux de croissance du stock de capital dépend donc, à la fois, de la part de l'investissement dans le PIB (I_t/Y_t) et de la productivité apparente du capital (Y_t/K_{t-1}) .

C. LA PRODUCTIVITE GLOBALE DES FACTEURS

Elle est souvent approchée par une tendance représentant l'évolution du progrès technique. Dans le modèle OEF, elle est formalisée comme suit :

$$\text{PROD} = \exp[0,00206T - 2,9834]$$

où T est un trend prenant la valeur 1 au premier trimestre 1973.

Techniquement, un choc transitoire sur le taux de croissance potentielle de l'économie peut être concrétisé par l'ajout d'une constante à cette équation. Un choc durable sur le taux de croissance potentielle est réalisé en modifiant le coefficient du trend T à la date correspondante.

II – Une dynamique de l'investissement des entreprises comparable à celle des Etats-Unis

Dès le début des années 1990, le taux de croissance de l'investissement privé non résidentiel a connu aux Etats Unis un rythme de croissance annuel proche de 10 %, le dépassant largement à partir de 1997 en ce qui concerne le seul investissement matériel. En France, après la dynamique de la fin des années 1980, l'évolution de l'investissement des entreprises a été médiocre jusqu'à ce que, très récemment, les progressions approchent un rythme annuel moyen de 6%. L'hypothèse qui est faite, dans la seconde partie de cette analyse, est celle d'un « rattrapage » de l'investissement des entreprises en France en termes de rythme de croissance. Ainsi, sur les cinq années que recouvre l'exercice variantiel, nous avons supposé que le taux de croissance annuel de l'investissement privé non résidentiel est maintenu à un niveau supérieur de 4 points à celui du compte central¹. Dans un premier temps (cf. tableau 2), la fonction de réaction de la Banque Centrale Européenne est neutralisée alors qu'elle est active dans une deuxième variante (cf. tableau 3). Aucune contrainte n'est alors imposée au modèle et le taux d'intérêt nominal à court terme européen peut varier à la suite du choc.

La hausse du niveau de l'investissement privé non résidentiel a pour conséquence immédiate d'accroître le PIB et dès lors la demande adressée aux entreprises. Dès la première année, la production s'accroît de 0,2 % par rapport au compte central et la cinquième année, l'écart variantiel observé sur le PIB atteint 1,9 %. L'emploi bénéficie alors de cette dynamique vertueuse. Les nouvelles perspectives conduisent les entreprises à embaucher davantage si bien qu'en fin de simulation, le taux de chômage est réduit de 0,4 point par rapport au compte central.

Ce surcroît d'activité accentue les tensions sur les capacités de production (mesurées par l'écart en pourcentage de la production au produit potentiel). Cela se traduit par une hausse des prix à la production ainsi que par celle du prix du PIB. Etant indexés, à court comme à long terme, sur ces derniers, les prix à la consommation s'élèvent à leur tour. En cinq ans, le taux d'inflation augmente ainsi de 0,6 point par rapport à la situation de référence. Ces tensions inflationnistes se transmettent également aux salaires nominaux. Pour autant, cette hausse des salaires nominaux ne pèse pas en retour sur les prix à la production car, dans un premier temps, de forts gains de productivité du travail apparaissent, l'accroissement du PIB étant plus important que celui de l'emploi. Ainsi,

¹ *Imposer le taux de croissance de l'investissement privé non résidentiel est techniquement équivalent à rendre cette variable exogène. Sa trajectoire est fixée et elle ne subit alors aucune influence liée au bouclage macro-économique.*

malgré la hausse des salaires nominaux, les coûts salariaux unitaires ne s'alourdissent, par rapport à la situation de référence, qu'à partir de la troisième année.

Le nouveau rythme de croissance de l'investissement se traduit naturellement par une augmentation du stock de capital (la cinquième année, l'écart variantiel atteint 3,1 % pour cette variable) qui provoque un accroissement du PIB potentiel (cf. encadré). En fin de simulation, le taux de croissance potentielle de l'économie est supérieur de 0,3 point à celui du compte central. En dégagant de nouvelles capacités de production, cette amélioration des conditions de l'offre permet alors de limiter les tensions sur les prix.

Le taux d'accumulation du capital matériel s'accroît fortement, sous les effets conjoints de la hausse de la part de l'investissement privé non résidentiel dans le capital et, dans un premier temps, de celle de la productivité apparente du capital. Cette dernière s'accroît, en effet, par rapport à la situation de référence en réponse tout d'abord à la forte hausse de l'activité, mais elle recule dans un second temps du fait de l'évolution soutenue du stock de capital (cf. graphiques 1, 2 et 3). A partir du troisième trimestre de la quatrième année, la productivité apparente du capital se situe donc en dessous de son niveau du compte central.

Dans le modèle OEF, l'évolution de l'emploi est déterminée par celle de l'activité, mais également, dans le secteur privé, par les variations du salaire réel (salaire nominal versé par l'employeur déflaté par le prix du PIB). Or, la dynamique des indexations dans la boucle prix-salaires conduit le salaire réel à s'accroître sur l'ensemble de la période. Ce mouvement freine l'amélioration de l'emploi et contribue à accélérer la substitution du capital au travail dans le processus de production. *In fine*, la combinaison productive devient plus capitalistique, le rapport du stock de capital à l'emploi total s'accroissant par rapport à la situation de référence. L'écart variantiel observé sur ce ratio atteint 2,4 % en fin de simulation.

Lorsque les autorités monétaires réagissent à ce nouveau contexte macro-économique (cf. tableau 3), la hausse du taux d'inflation les incite à relever leur taux directeur. La majoration du taux court nominal européen qui en découle limite l'impact initial du choc par deux canaux. D'une part, elle se transmet mécaniquement aux taux longs nominaux et les taux d'intérêt réels pour chacune des échéances se situent alors à un niveau plus élevé que dans le scénario précédent (cf. tableau 2). Leur évolution provoque un ajustement à la baisse de la consommation des ménages (cette dernière est toujours plus dynamique que dans le compte central mais elle est freinée par rapport à la situation précédente). D'autre part, la hausse du taux court nominal européen attire les capitaux étrangers et occasionne une

appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar. Les exportations françaises de biens et de services sont alors pénalisées par les pertes de compétitivité-prix qui en découlent tandis que les importations sont toujours soutenues par une demande intérieure vigoureuse. Mais, en définitive, la réduction de la consommation des ménages et la dégradation du commerce extérieur de la France ne sont que peu substantiels par rapport aux effets dus au dynamisme de l'activité impulsé par le choc sur l'investissement. Cinq années après le choc, le PIB se trouve à un niveau supérieur de 1,8 % par rapport au compte central contre 1,9 % lorsque la variante est réalisée à politique monétaire inchangée.

TAB
LEA
U
N° 2

**hausse du rythme de croissance de l'investissement des entreprises* a
politique monétaire inchangée**

(2)

(3)

(4) FRANCE

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2	3	4	5
PIB	0,2	0,6	1	1,5	1,9
Consommation	0	0,2	0,4	0,6	0,9
Investissement privé non résidentiel	2,5	6,7	10,9	15,4	20
Exportations	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Importations	0,6	1,7	2,7	3,6	4,6
Taux de chômage (1)	0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4
Taux de croissance potentielle	0	0,1	0,2	0,3	0,3
Stock de capital	0,1	0,5	1,1	2	3,1
Productivité apparente du travail	0,2	0,4	0,7	1	1,3
Productivité apparente du capital	0,1	0,2	0	-0,2	-0,8
Inflation (1)	0	0,1	0,3	0,4	0,6
Salaires nominaux	0,1	0,3	0,8	1,5	2,4
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0	0	0	0	0
Taux d'intérêt nominal à	0	0	0	0	0

long terme (1)					
Solde public (2)	0,1	0,2	0,4	0,5	0,7
Balance courante (2)	-0,1	-0,4	-0,6	-0,9	-1,3

(1) Ecart en points

(2) Ecart en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

* Le taux de croissance annuel de l'investissement privé non résidentiel est supérieur de 0,4 point à celui du compte central.

TAB
LEA
U
N° 3

hausse du rythme de croissance de l'investissement des entreprises* avec adaptation de la politique monétaire

(5)

(6)

(7) FRANCE

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2	3	4	5
PIB	0,2	0,6	1	1,4	1,8
Consommation	0	0,2	0,3	0,6	0,8
Investissement privé non résidentiel	2,5	6,7	10,9	15,4	20
Exportations	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1
Importations	0,6	1,6	2,5	3,4	4,2
Taux de chômage (1)	0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4
Taux de croissance potentielle	0	0,1	0,2	0,3	0,3
Stock de capital	0,1	0,5	1,1	2	3,1
Productivité apparente du	0,2	0,4	0,8	1,1	1,4

travail					
Productivité apparente du capital	0,1	0,3	0,1	-0,2	-0,7
Inflation (1)	0	0,1	0,2	0,3	0,5
Salaires nominaux	0	0,3	0,8	1,3	2,2
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0	0,1	0,2	0,2	0,3
Taux d'intérêt nominal à long terme (1)	0	0,1	0,1	0,1	0,2
Solde public (2)	0,1	0,2	0,3	0,5	0,7
Balance courante (2)	-0,1	-0,4	-0,6	-0,9	-1,3

(1) Ecart en points

(2) Ecart en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

* Le taux de croissance annuel de l'investissement privé non résidentiel est supérieur de 0,4 point à celui du compte central.

III – Nouvelles technologies de l'information et de la communication : un scénario de rattrapage pour la France

Dans cette dernière partie de l'étude, le scénario imposé au modèle cumule les chocs d'offre et de demande étudiés précédemment de manière isolée. A nouveau, le choix a été fait de laisser la politique monétaire s'adapter selon les mécanismes intégrés dans le modèle.

Les répercussions positives de ces deux chocs se cumulent pour doper la croissance et l'emploi en France. Du point de vue de la demande, l'accélération de l'investissement privé non résidentiel se traduit directement par un accroissement du PIB. Celui-ci relève le revenu disponible réel des ménages et encourage ces derniers à consommer davantage. Dans le même temps, l'accroissement du taux d'accumulation du capital et, par conséquent, celui du taux de croissance du stock de capital (cf. encadré) se combinent à l'amélioration de la productivité globale des facteurs pour favoriser les conditions de l'offre. Cinq ans après le choc, le taux de croissance potentielle de l'économie se trouve à un niveau supérieur de 0,6 point à celui du compte central. Cependant, la hausse du produit potentiel, bien que très importante, ne se traduit que

par une légère baisse des tensions sur les capacités de production car le dynamisme de la demande intérieure favorise, à l'inverse, les tensions sur les prix à la production. *In fine*, sur l'ensemble de la période, le taux d'inflation est inférieur, bien que très légèrement, à celui de la situation de référence.

L'économie française peut donc croître à un rythme beaucoup plus important sans alimenter de tensions sur les prix. En fin de simulation, le PIB s'est accru de 2,6 % par rapport au compte central et le taux de chômage a perdu 0,4 point.

Choc sur la productivité globale des facteurs et hausse du rythme de l'investissement des entreprises*

(8)

(9)

(10) FRANCE

Ecarts variantiels en % sauf (1) et (2)

Année	1	2	3	4	5
PIB	0,3	0,7	1,3	1,9	2,6
Consommation	0	0,2	0,5	0,9	1,3
Investissement privé non résidentiel	2,5	6,7	10,9	15,4	20
Exportations	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
Importations	0,5	1,3	2,1	2,8	3,6
Taux de chômage (1)	0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4
Taux de croissance potentielle	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6
Stock de capital	0,1	0,5	1,1	2	3,1
Productivité apparente du travail	0,1	0,5	1	1,5	2,1
Productivité apparente du capital	0,2	0,3	0,3	0,2	-0,1
Inflation (1)	0	-0,1	-0,1	-0,1	0
Salaires nominaux	0	0,3	0,6	1	1,6
Taux d'intérêt nominal à court terme (1)	0	0	0,1	0,1	0,1
Taux d'intérêt nominal à	0	0	0	0,1	0,1

long terme (1)					
Solde public (2)	0,1	0,2	0,4	0,6	0,8
Balance courante (2)	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-1

(1) Ecart en points

(2) Ecart en points de PIB

Source : COE avec le modèle multinational OEF

* Hausse de 0,3 point du rythme annuel de croissance de la productivité globale des facteurs.

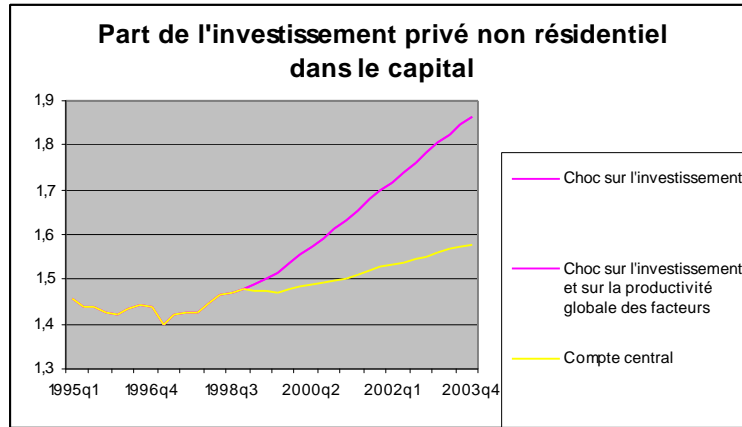
Le taux de croissance annuel de l'investissement privé non résidentiel est supérieur de 0,4 point à celui du compte central.

Graphique 1

Erreur! Source du renvoi introuvable.

Graphique 2

Erreur! Source du renvoi introuvable.



Graphique 3

ANNEXE

➤ Le modèle multinational OEF

LE MODELE MULTINATIONAL OEF

Le modèle multinational macroéconométrique OEF, de fréquence trimestrielle, comprend 22 modèles nationaux et 6 zones géographiques (couvrant 52 pays). Bien entendu, une hiérarchie existe dans le traitement détaillé des pays. Les principales économies industrialisées (Etats-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie et Canada) donnent lieu à des modèles "volumineux" et plus performants (250 variables) que les petits pays européens ou certains pays émergents (150 variables). D'autre part, certaines régions du monde sont traitées en bloc et avec une précision sommaire.

L'approche "globalisante" des modèles multinationaux se traduit par une structure théorique similaire à la plupart des modèles nationaux qui les composent. C'est le cas du modèle OEF. Les spécificités nationales transparaissent alors essentiellement à travers les valeurs des coefficients estimés dans chacune des équations de comportement.

Sur le plan méthodologique, l'approche économétrique correspond à la nouvelle génération de modèles macro-économiques puisqu'elle est basée sur l'existence et la mise en évidence de relations de cointégration entre les principales composantes économiques dans le long terme. Techniquement, cela se traduit par la présence de modèles à correction d'erreur dans la majorité des équations du modèle.

Pour l'interprétation économique, cette architecture technique n'est pas sans importance. Elle permet d'appréhender à la fois la dynamique de court terme et le comportement de long terme des principales variables analysées, la première étant corrigée systématiquement afin d'assurer l'équilibre de moyen-long terme du modèle. Le qualificatif "long" doit être nuancé car pour un modèle trimestriel comme l'est OEF, l'ajustement au long terme peut être réalisé en l'espace de quelques années (dont le nombre est inférieur à 5 ans, notamment). Cette structure technique répond ainsi doublement aux exigences du contenu théorique puisque les expressions de long terme ont aussi la propriété d'intégrer des déterminants reflétant des comportements d'offre, souvent absents dans les générations précédentes de modèles macro-économiques néo-keynésiens.

Outre la globalisation géographique, la quasi-totalité des variables économiques sont endogénéisées.

Le traitement des taux d'intérêt et des taux de change est, sur ce plan, un exemple déterminant. La politique monétaire est endogène dans le modèle

multinational, conduire des variantes à politique inchangée suppose donc que l'on neutralise un certain nombre d'équations.

La formalisation des variables financières s'étend au-delà des taux d'intérêt et de change. Elle couvre, en effet, mais de façon plus sommaire, les déterminants directs de marchés financiers. Ainsi, le marché des actions et leur prix ne sont pas exogènes dans le modèle. La demande de monnaie est également déterminée par le bouclage macro-économique multinational.

Ces choix de développement ont des conséquences sur l'ensemble du modèle car, ces variables financières sont présentes dans les comportements économiques centraux : approche en Q de Tobin pour l'investissement des entreprises ; influence de la richesse financière dans le comportement de consommation et bien entendu, présence des taux d'intérêt courts et/ou longs dans un grand nombre d'équations pour expliquer à la fois l'équilibre de moyen-long terme et la dynamique de court terme.

La transmission des chocs financiers internes et/ou externes conditionne donc, de manière significative, à côté de la transmission des chocs en volume, les résultats du modèle. Dans ces domaines, la prédominance de l'économie américaine et allemande (pour l'Europe) apparaît clairement.

La dernière version du modèle OEF (début 1999) intègre la modélisation de la zone euro (11 pays). Cela se traduit par l'existence de variables "zone euro" résultant simplement de l'agrégation pondérée de variables calculées par les différents modèles nationaux. Mais surtout, les spécifications concernant la politique monétaire ont été modifiées. Ainsi, le taux d'intérêt à court terme pour la zone euro est déterminé dans le modèle allemand par une fonction de réaction de la BCE basée prioritairement sur une cible d'inflation (2 %) et, de façon marginale, sur une cible de croissance potentielle (2,5 % pour l'ensemble de la zone).

Un taux de change euro/dollar est formalisé à partir des différentiels de taux d'intérêt et d'inflation par rapport aux Etats-Unis et d'une prime de risque fonction de la balance courante. Il est décliné à l'ensemble de la zone. Aucune autonomie nationale n'est donc plus autorisée.

2004

PERSPECTIVES MACROECONOMIQUES

Joël BOURDIN
Sénateur

Délégation du Sénat pour la Planification

2004

PERSPECTIVES MACROECONOMIQUES

Comme chaque année, la Délégation pour la Planification présente dans ce rapport les résultats de travaux de projection à moyen terme réalisés à l'aide de modèles macroéconomiques.

Le premier chapitre évoque les perspectives d'évolution de l'environnement international. Il propose des simulations, réalisées par le Centre d'Observation Economique (COE) de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris, à l'aide du modèle multinational Oxford Economic Forecasting, sur un « atterrissage brutal » de l'économie américaine et ses implications pour l'économie mondiale ou sur une nouvelle dynamique technologique en France comparable à celle des Etats-Unis.

Le deuxième chapitre présente les résultats d'une projection à moyen terme (1999-2004) réalisée à l'aide du modèle MOSAÏQUE de l'Observatoire Français des Conjonctures Economiques (OFCE). Cet exercice apporte un certain nombre d'indications sur la croissance, l'emploi et le chômage à court et moyen termes, sur l'incidence de la mise en œuvre des 35 heures, sur la solidité du redressement de la demande intérieure et sur les capacités de réponse de l'offre productive.

Le troisième chapitre est consacré aux tendances des finances publiques cohérentes avec ces évolutions macroéconomiques. Il fournit un diagnostic sur l'évolution des dépenses publiques, du déficit public et des finances sociales.