Bascule transatlantique

Henri Sterdyniak, Odile Chagny, Bruno Coquet, Hervé Le Bihan, Frédéric Lerais, Catherine Mathieu, Olivier Passet, Christine Rifflart

▶ **To cite this version:**

Henri Sterdyniak, Odile Chagny, Bruno Coquet, Hervé Le Bihan, Frédéric Lerais, et al.. Bascule transatlantique : Perspectives 1998-1999 pour l'économie mondiale. Revue de l'OFCE, 1998, 65 (1), pp.7 - 82. 10.3406/ofce.1998.1495 . hal-03458362

HAL Id: hal-03458362

https://sciencespo.hal.science/hal-03458362

Submitted on 30 Nov 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Bascule transatlantique

*Perspectives 1998-1999 pour l'économie mondiale **

La croissance européenne s'est redressée en 1997 (2,6 % après 1,7 % en 1996) tandis que les Etats-Unis demeuraient impulsés par une demande intérieure toujours dynamique. L'année 1998 concrétiserait un basculement plus franc de la croissance en faveur des pays européens. Ces derniers ont bénéficié depuis la mi-1995 d'une dépréciation de l'ordre de 20 % de leurs monnaies vis-à-vis du dollar et d'une détente des taux d'intérêt. La convergence des taux courts sur le niveau allemand pose des problèmes d'adéquation de la politique monétaire pour certains petits pays proches de la surchauffe, mais, elle permet un assouplissement supplémentaire pour les pays d'Europe du Sud. Une croissance généralisée à l'ensemble de l'Europe continentale devrait dès lors s'instaurer (avec des degrés divers de tension sur l'offre). D'autant que la réduction conjoncturelle des déficits publics allégerait les restrictions budgétaires, après l'examen d'entrée réussi de 11 pays pour l'UEM. Malgré un contexte financier et de prix favorable (chute du prix des matières premières), plusieurs éléments sont susceptibles de modérer ce scénario : la crise asiatique, le tassement de la demande américaine, la baisse du dollar qui en résulterait, et le difficile redémarrage de certaines demandes intérieures au sein de l'Europe.

Malgré l'absence de tension inflationniste, la politique monétaire européenne, considérée aujourd'hui expansionniste, deviendrait neutre face à la hausse de l'activité (hausse progressive de l'ordre d'1 point des taux courts entre la fin de 1998 et 1999). Le dollar qui a bien encaissé la crise asiatique (influences contradictoires de la baisse des réserves des pays asiatiques d'une part, et de la recherche par les investisseurs de placements sans risque de change et de défaut d'autre part), devrait se maintenir à haut niveau jusqu'au milieu 1998. Mais la résorption du décalage conjoncturel avec l'Europe, la persistance d'un important déficit courant et un probable reflux de la Bourse (retournement de l'activité et des profits anticipés) devraient jouer contre le dollar dès la mi-1998. Son recul, jusqu'à 1,60 DM fin 1999, tendrait à durcir les conditions monétaires en Europe. Compte tenu des risques persistants de déflation au Japon, le yen ne suivrait pas les monnaies européennes et resterait à un bas niveau.

* Cette étude a été rédigée au sein de la Division économie internationale du Département analyse et prévision de l'OFCE par une équipe dirigée par Henri Sterdyniak et comprenant Odile Chagny, Bruno Coquet, Hervé Le Bihan, Frédéric Lerais, Catherine Mathieu, Olivier Passet et Christine Rifflart.

Le recul du prix des matières premières industrielles et du pétrole (– 30 % entre novembre 1997 et mars 1998) est en partie lié à la baisse de la demande en provenance d'Asie. Pour le pétrole, ce recul n'a fait qu'accentuer un mouvement déjà baissier sur un marché en surproduction (hausse des quotas OPEP et de la production hors OPEP). L'ajustement de la production conduirait à un léger redressement des cours en 1998 et 1999.

La pénurie de crédit qui frappe la zone asiatique (hors Japon) entraînerait une chute importante de l'activité (perte de plus de 5 points de PIB en 1998 et 1999 par rapport à la tendance passée) et un redressement rapide des balances courantes. L'effet négatif sur les pays développés sera atténué par la baisse induite des taux d'intérêt et l'impossibilité des pays en crise à tirer rapidement parti de la dépréciation du change du fait de leurs comportements de marge, d'une forte inflation et des problèmes d'offre. La croissance des pays développés s'en trouverait néanmoins amputée : de l'ordre de 0,7 à 0,8 point en 1998 en Europe et aux Etats-Unis, puis à nouveau de 0,3 point en 1999 (respectivement 1,8 puis 0,8 point au Japon).

C'est aux Etats-Unis que le changement de trajectoire sera le plus marqué, sous le jeu du ralentissement des exportations et d'une remontée du taux d'épargne consécutive à la réduction des plus-values boursières. Au Japon, le ralentissement des exportations, la sélectivité du crédit et la faiblesse des gains salariaux ne permettent pas d'entrevoir une reprise, et conduisent à atténuer la tournure restrictive de la politique budgétaire.

Dans ce contexte, la prévision mise sur une croissance européenne de l'ordre de 2,7 % en 1998 et 2,9 % en 1999. La croissance devrait être soutenue dans tous les pays, d'autant qu'à l'exception du Danemark les petits pays déjà dynamiques du Nord (notamment l'Irlande ou la Finlande) ne mettent pas en place de politiques de freinage. Des doutes persistent néanmoins sur la vigueur de la reprise des demandes intérieures notamment en Allemagne, en Italie et en Suède. En fait pour l'heure seuls 8 pays européens connaissent une demande intérieure vigoureuse (l'Irlande, la Finlande, le Danemark, le Portugal, le Royaume-Uni, l'Espagne et la Grèce), parmi lesquels six participent positivement à la croissance de leurs partenaires via le commerce extérieur. La détente monétaire et budgétaire devrait débloquer plus franchement la demande intérieure en Italie, tandis qu'en Allemagne après un fort mouvement de stockage, l'investissement et la consommation semblent prendre le relais depuis le début de 1998. Seul le Royaume-Uni qui a mis en place une politique de freinage monétaire et budgétaire devrait se démarquer par un « certain décalage ».

L'Europe revient

La fin de l'année 1997 et le début de l'année 1998 ont vu à la fois la poursuite d'une croissance vigoureuse aux Etats-Unis impulsée par la demande intérieure et le retour de la croissance en Europe, grâce aux gains fournis par l'appréciation du dollar et l'essor de la demande intérieure dans plusieurs des petits pays de l'Union. L'année 1998 devait voir un certain ralentissement de la croissance américaine, la politique monétaire devant se tendre pour éviter le gonflement des tensions inflationnistes et, au contraire, une nette reprise en Europe, la politique budgétaire devenant plus favorable et l'embellie des demandes intérieures se propageant à la France, à l'Italie et à l'Allemagne. La crise asiatique est venue jeter une ombre sur l'évolution économique mondiale : à court terme, la chute de la demande des pays d'Asie pèse sur les exportations des pays industrialisés; en outre, les entreprises des pays industrialisés auront à faire face à une compétitivité accrue des entreprises asiatiques, même si celle-ci ne se manifeste pas immédiatement en raison de la désorganisation des appareils productifs des pays touchés; de façon plus structurelle, la crise asiatique risque de décourager les capitaux des pays riches de s'investir dans les pays émergents et de nuire par contagion aux possibilités de croissance de l'Amérique latine et de l'Europe de l'Est. Toutefois, la crise s'est accompagnée d'une forte baisse du prix du pétrole et des autres matières premières, donc d'une hausse du pouvoir d'achat des pays industrialisés, et d'une baisse des taux d'intérêt, qui ont compensé jusqu'à présent son impact récessif, lequel apparaîtra plus nettement au cours de l'année 1998. Selon une variante réalisée à l'aide du modèle Mimosa, la crise coûterait environ 1,8 point d'activité au Japon, 0,7 à 0,8 point en Europe et aux Etats-Unis en 1998.

La crise asiatique devrait limiter la reprise en Europe, sans la faire disparaître totalement. En 1997, la croissance de l'UE aura été de 2,6 %, contre 1,7 % en 1996. L'Europe a bénéficié d'une dépréciation de l'ordre de 20 % du taux de change de ses monnaies relativement au dollar depuis la mi-1995 et de la détente des taux d'intérêt. Par contre, dans la perspective de l'examen d'entrée pour l'UEM, les politiques budgétaires ont été fortement restrictives. Dans la plupart des pays européens, la demande intérieure est déjà repartie; dans d'autres, elle est restée atone, et une croissance modérée a surtout été impulsée par la demande étrangère (Allemagne, Belgique, France, Suède, Autriche) ; enfin, l'Italie est restée à la traîne, souffrant à la fois de l'appréciation de sa parité et d'une politique budgétaire particulièrement restrictive. Les années 1998 et 1999 seront marquées par la réalisation d'une UEM large, regroupant 11 des 15 pays de l'UE. Il en résultera une nouvelle baisse des taux d'intérêt dans les pays du Sud. Par ailleurs, les politiques budgétaires deviendront plus neutres. Une période de croissance plus soutenue devrait alors s'ouvrir en Europe. Un cercle vertueux pourrait jouer : des perpectives plus assurées entraîneraient une hausse de la consommation qui ferait

diminuer le chômage et justifierait donc ce regain de confiance, les entreprises accepteraient de s'endetter davantage, la hausse de l'activité permettrait l'assouplissement des politiques budgétaires. Au début de 1998, le dynamisme de croissance semble bien enclenché, même si l'Allemagne et l'Italie restent à la traîne.

Outre la crise asiatique, deux éléments liés devraient atténuer le rebond de croissance que nous décrivons en Europe : le tassement de la demande aux Etats-Unis et le baisse du dollar qui en résulterait ; selon notre prévision, il passerait de 1,84 DM début 1998 à 1,60 DM fin 1999. Malgré l'absence de tensions inflationnistes, les autorités monétaires européennes devraient réagir progressivement à la hausse de l'activité et à la baisse du dollar en augmentant leur taux d'intérêt de court terme de 3,5 % actuellement, niveau qu'elles considèrent comme expansionniste, à 4,7 % à la fin 1999, qui correspondrait pour elles à une certaine neutralité.

Les Etats-Unis ont continué à bénéficier d'une croissance vigoureuse en 1997 (3,6 % en glissement en fin d'année) ; la demande interne reste dynamique au début de 1998 ; mais la croissance américaine se ralentirait nettement en 1998 et stagnerait en 1999. D'une part, la crise asiatique pèserait sur le commerce extérieur américain ; d'autre part, le dynamisme de la consommation a été jusqu'à présent fortement impulsé par les plus-values enregistrées sur les marchés boursiers. La simple stabilisation de ceux-ci provoquerait une hausse du taux d'épargne des ménages qui réduirait fortement le taux de croissance américain. Notre prévision écarte, par contre, l'hypothèse d'un emballement de la croissance américaine, qui induirait une forte hausse des taux d'intérêt au cours de l'année 1998. Cette hausse entraînerait une chute de la Bourse et une forte hausse du dollar ; puis une récession plus prononcée en 1999.

La croissance japonaise est restée médiocre en 1997 (0,1 % en glissement), malgré des taux d'intérêt très faibles et la chute du yen : les tentatives pour restaurer le solde public ont lourdement pesé sur la croissance. Le Japon devrait continuer à souffrir d'une croissance médiocre en 1998 et 1999.

A l'échelle mondiale, le taux de croissance passerait de 3,1 % en 1997 à 2,3 % en 1999, ceci par un mouvement de bascule où l'UE verrait sa croissance augmenter de 2,6 à 2,9 % tandis que la croissance des Etats-Unis passerait de 3,9 % à 1,3 % et celle de l'Asie de 6 à 3,7 %.

L'UEM réalisée

Il est maintenant certain que l'UEM se fera à 11 n'excluant que la Grèce, le Danemark (qui seraient membres du SME-bis), le Royaume-Uni et la Suède (ces trois derniers pays n'étant pas candidats). La fixa-

tion des parités bilatérales ne devrait pas poser problème le 2 mai puisque tous les pays sont pratiquement à leur cours pivot du SME. La seule exception est l'Irlande qui vient de réévaluer son taux pivot de 3 %, mais dont le taux de change est encore supérieur de 2,7 % au taux pivot. Le cours pivot de la lire est de 1 DM = 990 lires, soit un niveau très proche du taux de la fin mars (1 DM = 984 lires) ; sauf accident peu probable, ce devrait être le taux définitif. Ce taux assure à peu près à l'Italie la même compétitivité qu'en 1986 et 1993 (tableau 1), même s'il correspond à une perte de compétitivité d'environ 15 % par rapport au niveau atteint en 1995. La situation est *grosso modo* similaire pour l'Espagne, qui retrouve ses niveaux de compétitivité de 1986 et 1993. Par contre, la France et les Pays-Bas ont réussi à protéger les gains de compétitivité obtenus grâce à leur stratégie de « désinflation compétitive ».

1. Compétitivité de quelques pays européens

Prix relatif du PIB en monnaie commune Allemagne = 100	1986	1991	1993	1995	1998
Belgique	100	102,2	99,0	100,0	102,1
Espagne	100	124,2	102,5	94,6	100,9
France	100	96,3	90,8	88,1	91,9
Italie	100	111,0	88,3	76,8	94,6
Pays-Bas	100	94,1	89,7	89,3	91,9

Sources : OCDE, calcul des auteurs.

La question de la responsabilité des politiques monétaires entre le 2 mai et le 31 décembre 1998 reste posée. La Banque centrale européenne n'entre officiellement en fonction que le 1er janvier 1999, mais une fois décidées les parités définitives des monnaies européennes, les taux d'intérêt devront être identiques, de sorte qu'il serait souhaitable que la fixation des taux d'intérêt devienne collégiale le plus rapidement possible. Les écarts de taux d'intérêt en UEM devraient être minimes. Ils dépendront avant tout de la qualité des émetteurs. Les marchés estimeront sans doute que les risques de défaillance de la Belgique ou de l'Italie sont pratiquement nuls. D'ailleurs, en mars 1998, la convergence des taux longs est pratiquement acquise (tableau 2) : elle aura permis une forte baisse des taux longs italien (2,6 points en un an) et espagnol (2,3 points). Par contre, celle des taux courts n'est pas encore parfaitement assurée : le taux italien est trop haut de 1,5 point, l'Espagne de 1, mais le taux italien a déjà baissé de 2,4 points en un an. Compte tenu de l'incertitude sur la croissance en Europe et du choc désinflationniste induit par la crise asiatique, et du niveau élevé du chômage en Allemagne, il est probable que la convergence des taux se fera vers le bas ; l'Italie et l'Espagne bénéficieront donc encore d'une baisse des taux d'intérêt jusqu'en mai. Cette baisse diminuera fortement le poids de la dette publique en Italie et devrait y relancer l'activité.

2. Les taux d'intérêt

En %	Taux à 3 mois 15 mars 98	Taux à 3 mois mars 97	Taux longs 15 mars 98	Taux longs mars 97
Allemagne	3,5	3,3	4,8	5,8
Autriche	3,6	3,3	5,0	5,8
Belgique	3,6	3,5	5,0	6,0
Espagne	4,5	5,8	5,0	7,3
Etats-Unis	5,5	5,5	5,6	6,3
France	3,5	3,3	5,0	5,6
Italie	5,0	7,4	5,2	7,8
Japon	0,7	0,4	1,8	2,4
Pays-Bas	3,4	3,2	4,9	5,7
Royaume-Uni	7,5	6,2	6,0	3,6

Source : The Economist.

3. Situation des pays européens vis-à-vis des critères de Maastricht en 1997

	Inflation (moy. 1997)	Taux longs (moy. 1997)	Solde public*	Dette publique*	*Solde extérieur**
Allemagne	1,7	5,5	– 2,7	**61,3**	*– 0,3*
Autriche	1,3	4,8	– 2,5	**66,1**	*– 2,0*
Belgique	1,6	5,6	– 2,1	**122,2**	*5,9*
Danemark	2,1	6,2	+ 0,7	**65,1**	*0,9*
Espagne	1,9	5,8	– 2,6	**68,8**	*0,8*
Finlande	1,2	4,9	– 0,9	55,8	*4,0*
France	1,2	5,7	– 3,0	58,0	*2,3*
Grèce	**5,6**	**9,5**	**– 4,2**	**108,7**	*– 4,0*
Irlande	1,4	6,5	+ 0,9	**66,3**	*1,7*
Italie	1,8	6,6	– 2,7	**121,6**	*3,6*
Luxembourg	1,4	5,6	+ 1,7	6,7	*n.d.*
Pays-Bas	2,1	5,8	– 1,4	**72,1**	*6,2*
Portugal	2,1	6,4	– 2,5	**62,0**	*– 2,4*
Royaume-Uni	**3,1**	7,0	– 1,9	53,4	*0,3*
Suède	0,9	6,6	– 0,4	**76,6**	*3,4*
Références	**2,6**	**7,4**	**– 3,0**	**60,0**	*aucune*

* En point de PIB ; un signe – représente un déficit.
Source : CE.

En 1997, la quasi-totalité des pays de l'UE ont pratiqué des politiques budgétaires restrictives : celles-ci ont représenté au total une impulsion négative de 1 point de PIB pour l'ensemble de l'UE ; l'effort a été particulièrement important en Suède, au Royaume-Uni et surtout en Italie. Par contre, la plupart des pays n'envisagent pas de poursuivre cet effort en 1998 (tableau 4), comptant sur la baisse des taux d'intérêt et sur la reprise économique pour améliorer leur solde public.

4. Variations annuelles des soldes primaires structurels en Europe

En point de PIB	1997	1998	1999
Allemagne (1)	– 0,9	– 0,2	– 0,4
Autriche	– 1,0	– 0,1	0,2
Belgique	– 0,3	0,2	0,2
Danemark	– 1,2	– 0,9	– 1,0
Espagne	– 1,0	0,5	0,7
Finlande	– 0,4	– 0,2	– 0,1
France (2)	– 1,0	– 0,3	– 0,1
Grèce	– 1,3	0,7	– 0,4
Irlande	0,0	1,0	1,1
Italie (3)	– 2,6	0,3	0,4
Pays–Bas	– 0,2	0,4	0,2
Portugal	0,2	0,6	0,5
Royaume–Uni	– 1,7	– 0,8	– 0,7
Suède	– 2,5	– 0,7	0,2
UE	**– 1,3**	**– 0,1**	**– 0,1**

Note : Un signe négatif indique une réduction du solde primaire structurel, et donc une impulsion négative sur l'économie. L'impulsion budgétaire est calculée comme la variation, rapportée au PIB, du solde primaire structurel, c'est-à-dire du solde des administrations, hors intérêts, corrigé de sa composante conjoncturelle. La composante conjoncturelle de la croissance est estimée par référence à une croissance tendancielle de 2,5 % pour l'ensemble des pays européens, à l'exception de l'Irlande (5 %).

(1) Non compris les soldes de chemins de fer allemands depuis 1994 et ceux du fonds d'amortissement des dettes héritées depuis 1995. L'impact d'une revalorisation du stock d'or par la Bundesbank n'est pas incorporé comme mesure structurelle en 1999.

(2) La réduction du déficit, liée à l'apport de la soulte France-Telecom (0,35 % du PIB en 1997) n'est pas incorporée comme composante structurelle.

(3) Une modification des règles comptables concernant les intérêts postaux réduisent artificiellement le déficit public de 0,3 % du PIB en 1997. La variation du solde structurel ne prend pas en compte cet effet.

Sources : modèle MIMOSA, OCDE, calculs OFCE.

1. Les problèmes d'adéquation régionale d'une politique monétaire européenne unifiée

Après 1998, la BCE fixera son taux d'intérêt en fonction de la moyenne des situations européennes. Supposons qu'elle choisisse une règle du type : $\dot{r} = \dot{p}+y+0{,}5(\dot{p}-2)+0{,}5\ gap$, où *gap* représente l'écart entre la production et la production potentielle (évaluée par l'OCDE), $\dot{p}$ représente le taux d'inflation (mesuré à partir des prix à la consommation) et $\dot{y}$ le taux de croissance (en volume). Cette règle suppose implicitement que la BCE se fixe un objectif d'inflation de 2 %. Le taux d'intérêt de l'euro serait alors fixé à environ 3,7 % en 1998 (tableau). Ce taux est légèrement supérieur à celui qui découlerait de la seule situation allemande (3,45 %), en raison de l'influence de pays à forte croissance (Espagne, Pays-Bas, Portugal, Finlande, Irlande). Ce taux moyen serait relativement faible pour ces cinq pays ; au contraire, il serait relativement fort pour la Belgique et la France, dont l'inflation est faible. L'unicité des taux d'intérêt devrait alors avoir un effet déstabilisant puisque les pays à forte inflation et forte croissance jouiraient d'un taux d'intérêt plus faible (comparé au taux de croissance) que les pays à faible inflation et faible croissance.

Taux d'intérêt en Europe calculés par une règle de Taylor en 1998

EUR 9	3,7
Allemagne	3,45
Autriche	3,45
Belgique	3,3
Espagne	4,95
France	2,4
Irlande	9,7
Italie	3,8
Pays-Bas	5,65
Portugal	5,45

Source : calculs OFCE.

Une décrue du dollar

En matière de taux de change et de taux d'intérêt, la prévision (tableau 5) repose sur six hypothèses essentielles :

— une convergence des taux courts de l'ensemble des pays participant à l'euro sur les taux allemands ;

— une hausse modérée des taux d'intérêt en Europe. Le taux d'intérêt à 3 mois allemand se maintient à 3,5 % depuis octobre 1997 et jusqu'au printemps 1998, ce qui compte tenu de la baisse des perspectives d'inflation, représente une hausse du taux d'intérêt réel d'environ 1 point. De plus, du fait des incertitudes liées à la crise asiatique et à la création de l'euro, la hausse des taux qui devrait accompagner une reprise plus affirmée en Europe ne surviendrait pas avant le quatrième trimestre 1998. Le taux d'intérêt court sur l'euro pourrait alors passer à 3,7 % puis monter jusqu'à 4,7 % fin 1999. Ce scénario est une médiane entre un scénario plus rigoureux où la BCE augmenterait rapidement ses taux, pour affirmer sa volonté de contrôler la croissance en Europe, et un scénario plus expansionniste, où elle laisserait plus longtemps la croissance se développer. Les taux à 10 ans se sont repliés de 5,5 % en octobre 1997 à 4,8 % à la mi-mars 1998; ils augmenteraient au fur et à mesure que la hausse des taux courts deviendra d'actualité pour atteindre 5,7 % fin 1999 ;

— une tension passagère des taux américains. La crise asiatique a permis une nette chute du taux à 10 ans américain, de 6,4 % en juillet 1997 à 5,6 % à la mi-mars 1998. Le taux à 3 mois américain, à 5,5 %, est suspendu entre les craintes d'un emballement de la demande intérieure, et celui d'un fort ralentissement induit par la crise asiatique. En même temps, la FED est partagée entre son désir de mettre fin à la bulle spéculative des marchés boursiers et la crainte de provoquer un effondrement trop brutal. Nous avons retenu dans notre prévision l'hypothèse d'une légère tension sur les taux à 3 mois de l'ordre de 0,3 point au deuxième trimestre, qui irait de pair avec une remontée des taux obligataires de 5,6 à 6 %. Le signal devrait être suffisant pour provoquer une correction de la Bourse et une décrue de la consommation des ménages. Par la suite, le taux court redescendrait jusqu'à 5,3 % atteint fin 1999 ;

— une baisse du dollar. Le dollar a plutôt été soutenu par la crise asiatique, qui a incité les investisseurs à se porter sur les titres sans risques de change et de défaut. Il est resté aux alentours de 1,80 DM depuis la mi-97. Il bénéficie toujours d'un écart de taux et, sans doute, de l'incertitude sur le fonctionnement de l'euro. Le ciseau des conjonctures entre les Etats-Unis et l'Europe, la persistance du déficit courant aux Etats-Unis et des excédents en Europe, la réalisation de l'euro et la révision des risques sur les actifs américains — qui interviendra une fois que le retournement de l'activité aura modifié la perception des profits futurs et que l'inflation perdra la marque de la baisse actuelle des prix des produits importés — devraient jouer contre le dollar (encadré 2).

5. *Principales hypothèses d'environnement international et résumé des prévisions*

Dans notre prévision, le dollar se maintiendrait à son niveau actuel (entre 1,80 et 1,85 DM jusqu'au milieu de 1998), diminuerait jusqu'à 1,70 DM début 1999, puis 1,60 DM fin 1999. Ce mouvement contribuerait fortement à réduire le ralentissement américain et la croissance en Europe ;

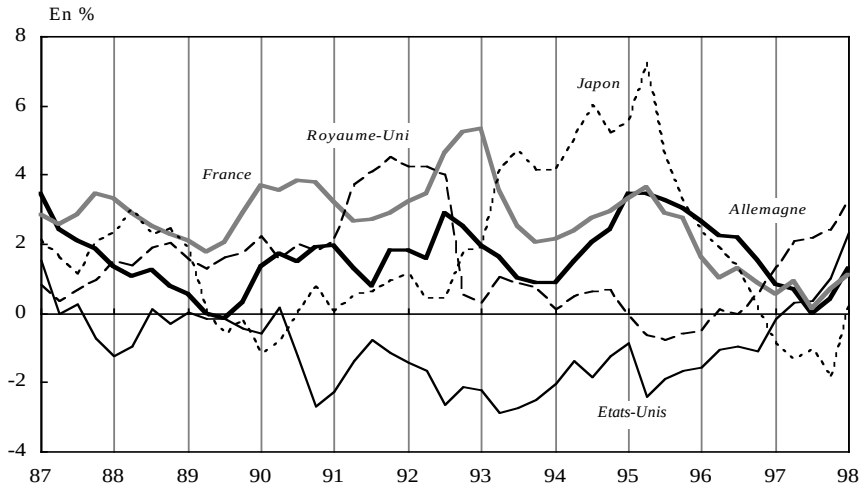
— une baisse du yen. Le Japon englué n'augmentera guère ses taux, qui sont pratiquement à un niveau plancher. La prévision retient un affaiblissement accru et prolongé du yen vis-à-vis du dollar, reflet de l'abandon d'une anticipation de normalisation des taux japonais par rapport aux rendements pratiqués dans le reste du monde. La médiocrité de la croissance japonaise en 1998 amène à envisager un maintien du bas niveau actuel du yen, celui-ci étant affaibli par la chute des monnaies asiatiques, voire même une nouvelle baisse en 1998. Le dollar passerait de 128 yen, fin mars 1998, à 135 au deuxième semestre 1998. Le yen remonterait ensuite très légèrement, en raison de la baisse de la croissance américaine et de l'inflexion probable de la politique budgétaire nipponne. Le dollar pourrait alors valoir 130 yen au deuxième semestre 1999 ;

— une baisse de la livre britannique. Celle-ci reste actuellement à un niveau élevé (3 DM), conforme au décalage conjoncturel du Royaume-Uni et au taux d'intérêt court correspondant (7,5 % contre 3,5 %). Compte tenu du ralentissement économique qui surviendrait à la mi-1998, le taux britannique devrait progressivement baisser; la livre diminuerait jusqu'à 2,75DM début 1999, puis 2,60 début 2000.

L'évolution du dollar est essentielle pour spécifier ce que seront les conditions monétaires au sein de la zone euro (graphique 1). L'année 1997 a confirmé la détente des conditions monétaires en Europe continentale et l'atténuation des disparités intra-européennes. On constate à l'inverse un net durcissement des conditions monétaires des pays anglo-saxons qui tendent maintenant à dépasser en intensité celles des pays européens. La détente continentale résulte d'abord de l'appréciation du dollar, qui, à plusieurs reprises depuis le milieu de 1997, a exploré le seuil de 1,85 DM et de 130 yen, tandis que la plupart des devises européennes se sont stabilisées à proximité de leur cours pivot (à l'exception de l'Irlande). Il en est résulté une dépréciation de l'ordre de 3 à 5 % du taux de change effectif réel de la plupart des monnaies européennes entre la fin de 1996 et le troisième trimestre de 1997. Dans le même temps le change effectif de la livre s'est apprécié de 13 %, celui du dollar de 5 %. L'Europe a ainsi continué à corriger l'écart défavorable de prix de production qui exacerbait la contrainte concurrentielle sur ses entreprises (graphique 2). Par ailleurs la normalisation des conditions monétaires européennes par rapport aux Etats-Unis peut être interprétée aujourd'hui comme résultant du rapprochement des règles monétaires allemande et américaine, proches l'une comme l'autre des canons issus de la règle de Taylor. La remontée du dollar apparaît peu de temps après que la politique monétaire américaine se soit débarrassée des

traces de la gestion de la crise des caisses d'épargne (graphiques 3a et 3b). En conséquence depuis 1995 les écarts de taux et de change reflètent mieux les écarts de conjoncture que par le passé.

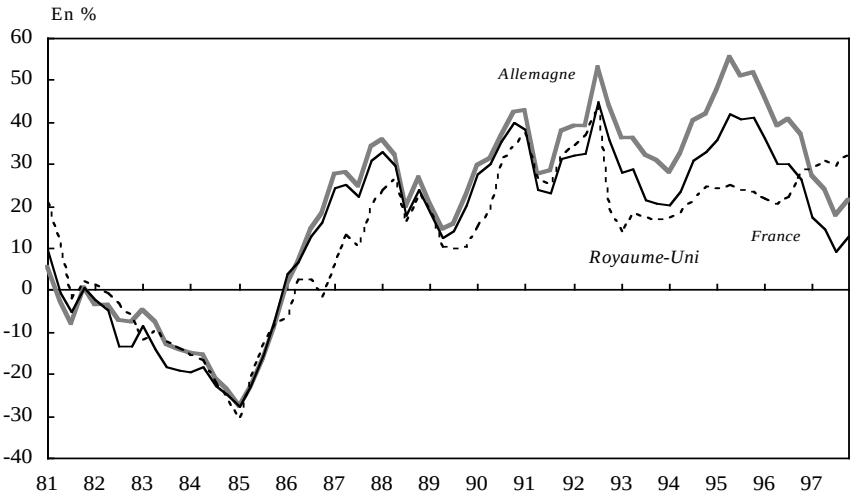
*1. Conditions monétaires**



* Indicateur = 1*[(moyenne(taux court, taux long) - glissement annuel des prix à la consommation - croissance lissée du PIB] + 0,2 * [taux de change effectif réel en écart à sa moyenne sur 15 ans]. Cet indicateur a pour but de donner une vision synthétique de la contrainte qui pèse sur une économie en couplant deux informations : le taux d'intérêt réel en écart à la croissance de moyen terme, et le taux de change effectif réel en écart à son niveau « historique ». Voir Mathieu, Passet (1997) : « Disparités de croissance et de politiques économiques en Europe », *Revue de l'OFCE*, n°64, p. 165-166.

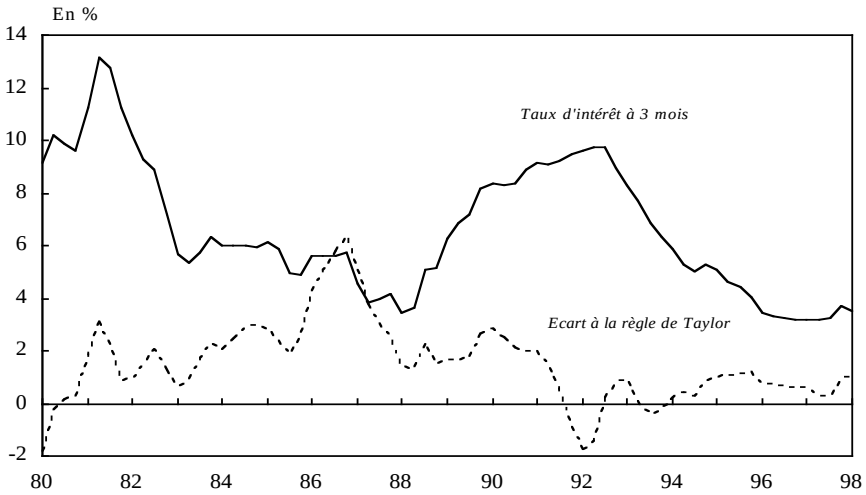
Sources : OCDE, calculs OFCE.

2. Ecart des prix de production européens aux prix américains, en niveau

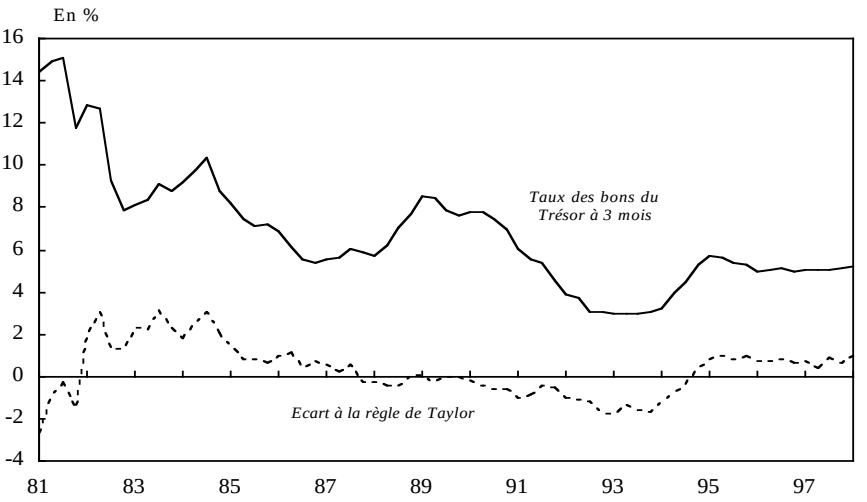


Sources : OCDE, calculs OFCE.

3. Ecarts des taux courts allemand et américain à la règle de Taylor
a. Allemagne



b. Etats-Unis



Sources : OCDE, calculs OFCE.

Le rapprochement des taux d'inflation et la quasi disparition des écarts de taux longs ont contribué à homogénéiser les conditions monétaires parmi les pays d'Europe continentale. Par contre, un important écart de taux court avec l'Allemagne subsiste encore au printemps en Italie (de l'ordre de 1,5 point), en Irlande (2,5 points) et dans une moindre mesure en Espagne (environ 1 point). Ces écarts laissent subsister un léger doute (dont on trouve la trace sur les marchés à terme de taux d'intérêt à 3 mois) sur la manière dont s'effectuera la jonction des

conditions de rémunération entre marchés monétaires du Sud et du reste de l'Europe en mai. Il semble néanmoins que les hésitations de la reprise allemande et les risques d'instabilité financière présents écartent le risque que la Bundesbank prenne part au mouvement de convergence par un resserrement de sa politique monétaire.

2. Le dollar et le risque sur les actifs

La pérennité du contexte monétaire européen favorable dépend en grande partie de l'évolution future du dollar. La fin d'année 1997 a été marquée par la secousse financière asiatique. Cette dernière n'a affecté que transitoirement la parité $/DM. Elle a eu par contre pour effet immédiat d'apprécier le taux de change effectif des monnaies de l'ensemble des pays développés, Etats-Unis et Japon surtout, Europe dans une moindre mesure (compte tenu d'une plus faible exposition commerciale). Sur la seule zone en crise (Corée, Taiwan, Hong-Kong, Singapour, Philippines, Thaïlande, Malaisie, Indonésie, Chine), l'appréciation des devises américaine ou européenne est de l'ordre de 50 % entre le troisième trimestre et le premier trimestre de 1998.

Cette crise a favorisé une forte détente des taux longs par un repli des investisseurs sur les actifs les moins risqués, tandis qu'elle différait la probabilité de resserrement monétaire aux Etats-Unis et en Europe. La courbe des taux de l'ensemble des pays développés s'est dès lors nettement aplatie. Jusqu'ici, en dépit d'une décrue plus forte des taux longs américains, les écarts de rendement demeurent positifs en faveur des Etats-Unis. Il est peu probable que cet écart disparaisse à brève échéance car les pressions à un resserrement monétaire sont plus fortes aux Etats-Unis qu'en Europe. Chahuté dans un premier temps, le dollar a jusqu'ici bien résisté aux secousses asiatiques. D'août à novembre 1997 il s'est déprécié de 6 % par rapport au DM. Mais ce repli s'est produit au moment où les banques centrales asiatiques (Japon y compris) liquidaient massivement leurs titres en dollars détenus en réserve pour soutenir leurs monnaies. La balance de base américaine, largement excédentaire jusqu'au troisième trimestre, s'est de fait retrouvée transitoirement déficitaire, sans que cet épisode marque une désaffection des investisseurs privés (graphique). L'effort de reconstitution de leurs réserves par les pays d'Asie joue cependant dès à présent en sens inverse. Le dollar a donc retrouvé sa trajectoire haussière depuis décembre. De plus cette récupération s'est produite alors que les sociétés financières japonaises procédaient à des ventes de titres pour engranger des plus-values au terme de l'année fiscale qui s'est achevée en mars.

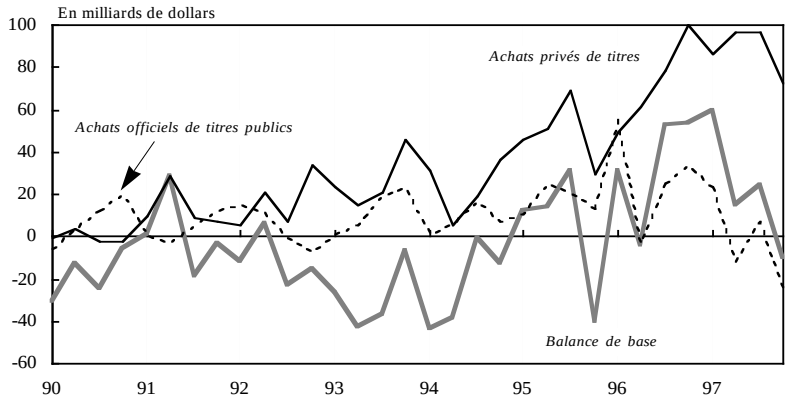
Le risque associé à la détention des actifs américains doit néanmoins être considéré avec attention. Les portefeuilles des investisseurs internationaux sont aujourd'hui surpondérés en dollar (66,25 lors de la dernière enquête trimestrielle de *Merril Lynch*, pour un niveau de 50 considéré comme neutre). La stabilité du dollar à son cours actuel est vulnérable au scénario sur les taux longs et à une réappréciation du risque pesant sur les actifs de ce pays. D'autant que l'on peut se demander si la politique

monétaire européenne dispose à la veille de l'euro de la souplesse suffisante pour incorporer la nouvelle donne désinflationniste, et éviter ainsi un durcissement implicite des conditions monétaires et une appréciation de sa monnaie. Un simple *statu quo* sur les taux nominaux du noyau dur entraîne de facto une hausse des taux courts réels.

La dette extérieure des Etats-Unis est détenue pour 22 % par des Banques centrales sous forme de titres publics, pour 31 % par des agents privés sous forme d'obligations publiques, pour 18 % d'obligations privées, pour 29 % d'actions. Le rééquilibrage des portefeuilles en faveur de l'obligataire et la baisse induite des taux longs a réduit dans un premier temps le risque de détention des actions, brèche dans laquelle s'est immédiatement engouffrée la Bourse pour reprendre son mouvement haussier. *Wall-Street* est très vulnérable à un changement d'anticipation sur les profits, le niveau des taux ou l'inflation. Jusqu'ici la forte croissance de la Bourse se justifie par les fortes anticipations de plus-values, dont une part est en ligne avec la croissance réelle des profits des entreprises et l'autre purement auto-réalisatrice.

Néanmoins, l'importante détente des taux longs américains comporte sans doute une part de sur-réaction. A l'issue d'un premier semestre encore dynamique, il est probable que le risque inflationniste sera reconsidéré, remettant à l'ordre du jour un resserrement supplémentaire de la politique monétaire. Par ailleurs les effets du ralentissement de la croissance asiatique ne sont encore que partiellement visibles sur les profits des entreprises. L'impact conjugué d'une légère remontée des rendements obligataires et d'une révision à la baisse des profits donnera le signal d'un reflux conséquent du cours des actions. Le dollar devrait alors suivre la même trajectoire à mesure que les investisseurs privés se désengageront du marché américain. Notre prévision retient néanmoins l'idée que le dollar devrait se maintenir au dessus de son niveau moyen de la seconde moitié des années quatre-vingt, la rareté relative des titres obligataires américains (liée à l'amélioration du solde public structurel américain), l'amélioration du solde extérieur américain et le besoin des pays asiatiques de reconstituer leurs réserves diminuant le risque d'un violent dégagement sur ce compartiment du marché.

Achat de titres américains par les étrangers



Source : Federal Reserve, Flow of Funds Accounts.

Pétrole : un marché en surproduction

Après une année 1997 relativement équilibrée où le prix du baril avait fluctué aux alentours de 18,5 $, la baisse de plus de 30 % des cours entre novembre 1997 et mars 1998 traduit un changement profond des déterminants du marché (graphique 4). Plusieurs faits nouveaux sont intervenus depuis la fin de 1997 :

— le relèvement de 10 % des quotas de l'OPEP décidé le 1er décembre entérine le dépassement des plafonds pour un certain nombre de pays et autorise une augmentation de la production pour d'autres pays (Arabie Saoudite, les Emirats et le Qatar). Le plafond officiel passe de 25,033 Mbj à 27,5 Mbj ;

— le nouvel accord « pétrole contre nourriture » signé avec l'ONU marque le retour de l'Irak sur le marché pétrolier en janvier. Renégocié le 23 février à l'issue de la crise irakienne, il autorise le pays à exporter jusqu'à 5,2 milliards de dollars par semestre ;

— simultanément au relèvement du « droit à produire » de l'OPEP, une hausse de la production des pays hors OPEP (en particulier d'anciennes républiques soviétiques d'Asie) est attendue dans les années à venir. Ceux-ci ont annoncé une extension de leurs capacités et l'ouverture de nouveaux sites.

Cette hausse de l'offre survient paradoxalement alors que la croissance de la demande a été sensiblement révisée à la baisse :

— la douceur climatique de cet hiver a favorisé le gonflement des stocks considérés à l'entrée du printemps comme très élevés ;

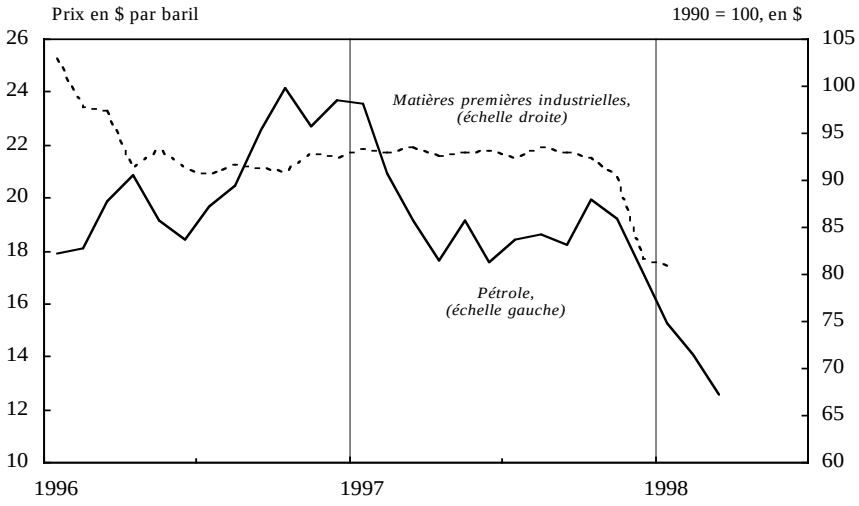
— l'Asie, grand consommateur d'énergie, a ralenti sensiblement ses achats de pétrole et les perspectives pour 1998 font état, selon certains observateurs, d'une baisse de 3 points de la croissance de la demande d'énergie.

Le ralentissement de la croissance mondiale devrait se refléter dans la demande totale de pétrole en 1998 et 1999. Celle-ci pourrait ne progresser que de 1,6 Mbj et 1,7 Mbj respectivement pour se fixer aux alentours de 77 Mbj en 1999. Selon l'AIE (Agence internationale de l'énergie), le surplus d'offre émanant des pays hors OPEP pourrait seul suffire à la satisfaire. Or, l'OPEP continue d'accroître sa production et d'alimenter un marché déjà en surproduction (le nouveau plafond est déjà dépassé de 1 Mbj). La difficulté d'entente des pays producteurs explique la chute des cours intervenue fin février, après que l'Irak ait été autorisé à exporter davantage. Aussi, l'initiative qui vient d'être prise par l'Arabie Saoudite, le Venezuela et aussi le Mexique, pays ne participant pas au cartel, de faire baisser la production jusqu'à 2 Mbj dès maintenant a mis un terme à cette chute des prix. En supposant que l'accord soit effectivement respecté, le marché ne devrait être excédentaire que d'à peine 1 Mbj. Mais il est peu probable que les pays exportateurs respectent intégralement l'accord (négocié initialement à trois) pour au

moins deux raisons. Les mouvements du dollar sont nettement moins favorables en 1998 et surtout 1999 que l'année dernière. Ensuite, il serait paradoxal que l'OPEP accepte de réduire sa production par rapport à l'année dernière alors qu'elle vient de relever ses quotas. Sous ces conditions, il est probable que le prix du pétrole restera faible au cours des deux années à venir. Le prix du Brent pourrait s'établir à 15,5 dollars et 17,3 en moyenne en 1998 et 1999 (contre 19,8 dollars en 1997) handicapant sérieusement les ressources des pays exportateurs, et par conséquent leur croissance. Par contre, une telle évolution fournirait du pouvoir d'achat aux pays importateurs.

La baisse du prix des matières premières industrielles constatée depuis le mois d'octobre 1997 se doit en grande partie à l'effondrement du prix des métaux non ferreux. La contraction de la demande en provenance d'Asie a pesé fortement sur les cours, l'Asie étant un des principaux importateurs des métaux de base. Après deux années de contraction, les prix devraient se stabiliser en 1998 et reprendre timidement en 1999.

4. Prix du pétrole et des matières premières industrielles



Sources : INSEE, institut HWWA de Hambourg.

L'impact de la crise asiatique

La crise asiatique peut modifier de façon importante la conjoncture des années 1998 et 1999. Toutefois, ses conséquences sont difficiles à mesurer, en raison de la diversité de ses causes et de sa dimension selon les pays. Ses répercussions atteignent à la fois les échanges commerciaux, les marchés financiers, les marchés de matières premières. Pour le moyen terme, une question demeure ouverte : cette crise révèle-t-elle ou

(entraîne-t-elle) une rupture du régime de croissance des économies dynamiques d'Asie ?

Pour apprécier son impact dans un horizon de court terme (1997 à 2000), nous avons effectué une simulation du modèle multinational MIMOSA, ce qui permet de définir un scénario cohérent pour les pays asiatiques et pour les pays de l'OCDE.

Hypothèses de la simulation

D'un point de vue macroéconomique global, la crise asiatique a essentiellement quatre impacts.

• La demande de ces pays va fortement diminuer. Privés de financement extérieurs, ils vont devoir réduire leurs achats de biens d'équipements. Un choc récessif violent affecte plusieurs pays, notamment la Corée du Sud. La mise en place de politiques d'ajustement, la contraction du crédit domestique (credit crunch), la baisse du prix des actifs et de la confiance privée vont entraîner une chute de la demande interne. Les pays de l'OCDE vont donc pâtir de la diminution des importations en provenance de la zone asiatique.

• En deuxième lieu, la forte dépréciation des monnaies asiatiques fournit aux pays atteints un fort potentiel de gains de compétitivité. Ce choc devrait en théorie avoir un effet expansionniste pour le commerce extérieur de la zone et affecter négativement les pays de l'OCDE, en proportion de leur degré d'exposition (tableau 6). Cependant, la possibilité pour les pays d'Asie de tirer effectivement partie des dépréciations sera atténuée à court terme par les comportements de marge des exportateurs, qui limiteront la baisse des prix en dollars, d'autant plus qu'ils auront besoin de devises pour importer des consommations intermédiaires. Elle sera grandement réduite aussi par les problèmes d'offre (désorganisation et faillite de certaines entreprises, hausse du prix des consommations intermédiaires). A moyen terme, les difficultés d'obtenir du crédit extérieur peuvent empêcher les entreprises asiatiques d'investir, donc de développer leur production. Par ailleurs, la baisse du prix des

*6. Poids des 7 pays d'Asie en crise * pour l'OCDE*

En %	Importations (1)	Exportations (1)
Etats-Unis	15,7/1,7	14,2/1,2
Japon	23,4/1,5	31,2/1,8
UE	4,3/0,9	4,0/0.9
France	4,0/0,7	3,8/0,7

* Corée du Sud, Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Singapour, Hong-Kong
(1) le premier chiffre représente la part dans le commerce de marchandises; le deuxième dans le PIB.
Source : OCDE.

importations en provenance de ces pays contribuera à la baisse des prix dans les pays industrialisées, donc améliorera le pouvoir d'achat des ménages.

• Sur les marchés de matières premières, la baisse de la demande en provenance d'Asie a probablement significativement contribué à la baisse du prix du pétrole et des matières premières observée depuis plusieurs mois, soit directement (baisse de la demande des pays asiatiques), soit par l'impact négatif qu'elle a eu sur les anticipations de croissance de la demande mondiale.

Enfin, les marchés financiers réévaluent à la hausse le risque des pays affectés par la crise. La chute des cours boursiers en Asie peut être à l'origine d'effets de richesse négatifs dans les pays occidentaux détenteurs d'actifs dans la zone asiatique. Par contre le reflux des capitaux vers les marchés occidentaux a permis une décrue des taux d'intérêt longs. La perspective de la désinflation accrue et l'incertitude sur la croissance ont sans doute évité le resserrement des politiques monétaires aux Etats-Unis et en Europe. A moyen terme se pose la question de l'évolution des flux de capitaux : le tarissement des flux de financements extérieurs en direction des pays émergents d'Asie menace leur potentiel de croissance. Les marchés joueront-ils la carte de la qualité, ce qui implique une pénurie de fonds pour les pays en développement et éventuellement un impact dépressif à l'échelle mondiale, ou trouveront-ils de nouveaux pays émergents, en Amérique latine ou dans les PECO ?

Afin d'expliciter les hypothèses de notre évaluation, nous décrivons ici brièvement la représentation des pays d'Asie dans le modèle MIMOSA. La nomenclature MIMOSA regroupe les différents pays d'Asie en deux zones : la zone « nouveaux pays industriels » ou « dragons » (Taïwan, Hong-Kong, Singapour, Corée du Sud) et la zone « autres Asie » (autre pays d'Asie, y compris Chine et Inde). Le tableau 7 présente quelques données relatives à ces deux zones : en dépit de leur taille sensiblement différente, elles représentent une part à peu près identique du commerce mondial en raison du fort taux d'ouverture des dragons.

Les deux zones font l'objet de modélisations assez distinctes. Comme les autres zones en développement dans MIMOSA, la zone autres Asie

7. Zones « dragons » et « autres Asie » dans MIMOSA

Année 1997	%du PIB mondial	% des exports mondiales	Taux d'ouverture à l'exportation (%)	Taux d'ouverture à l'importation (%)
Dragons	2,9	7,9	62,0	71,6
Autres Asie	8,3	7,2	26,0	22,5

Source : base de données MIMOSA.

est décrite de façon simplifiée, dans le but principal d'assurer un bouclage international au modèle. Les importations sont contraintes par le niveau des recettes d'exportations et les flux de capitaux. Le niveau d'importation détermine dès lors l'accumulation du capital, puis le niveau de production. La zone « dragons » fait l'objet d'une modélisation plus détaillée.

Pour la zone « dragons », la dépréciation du taux de change est de 10 % en 1997 et de 25 % en 1998 (soit une appréciation du dollar de 11 % et 36 % par rapport aux monnaies des dragons) ; le taux de change nominal est supposé fixe ensuite. Le comportement de marge conduit à une répercussion limitée de la dépréciation sur les prix en dollar des exportations de la zone. On suppose de surcroît que la désorganisation du système productif, les contraintes d'offre et de crédit limitent fortement la réponse à la demande extérieure, tandis que le niveau des importations est transitoirement contraint en 1998. La chute de la demande interne liée aux ajustements domestiques est de 10 % *ex ante* .

Pour la zone « autres Asie » où le taux de change n'est pas explicitement modélisé, une chute des prix à l'exportation en dollar atteint 10 % en 1998 tandis qu'un ralentissement du PIB traduit l'ajustement de la demande interne. Enfin la baisse des flux de capitaux entraîne un ralentissement durable des importations.

Sur les marchés financiers, nous avons attribué à la crise asiatique une baisse d'un point des taux longs dans tout l'OCDE à partir de 1998. Nous avons supposé de plus qu'en l'absence de cette crise les taux courts auraient été plus élevés de 0,25 point en 1997 et de 0,5 point à partir de 1998. Enfin, est attribuée à la crise asiatique une baisse de 10 % du prix du pétrole et des matières premières entre 1997 et 1998, soit environ la moitié de la baisse effectivement observée. Les taux de change à l'intérieur de la zone OCDE sont supposés inchangés. Nous n'avons pas tenu compte d'un éventuel impact sur les flux de capitaux en direction des pays émergents hors de la zone Asie (Amérique latine, Pays de l'Est), ni des conséquences sur les politiques internes menées dans ces zones.

Impact de la crise : une croissance affaiblie

Les principaux résultats de la simulation sont présentés dans les tableaux 8 et 9. Le choc étant intervenu en fin d'année 1997, le profil pour 1997 et 1998 doit être interprété avec prudence. Du fait du caractère annuel du modèle, la simulation tend probablement à surestimer le choc pour 1997 et à le sous-estimer par la suite.

Dans les pays asiatiques, le choc récessif induit une baisse du PIB de l'ordre de 5,5 % en 1998. L'effet favorable de la dépréciation sur le commerce extérieur compense partiellement la chute de la demande interne.

8. Impact de la crise asiatique

Ecart en % au compte central sauf [1] [2]

	1997	1998	1999	2000
PIB				
Etats-Unis	– 0,3	– 0,8	– 1,0	– 1,0
Japon	– 0,5	– 1,8	– 2,6	– 2,6
Union Européenne	**– 0,3**	**– 0,7**	**– 1,1**	**– 1,2**
Allemagne	– 0,3	– 0,7	– 1,2	– 1,2
France	– 0,3	– 0,7	– 1,1	– 1,1
Italie	– 0,4	– 1,0	– 1,6	– 1,8
Royaume-Uni	– 0,1	– 0,3	– 0,6	– 0,8
UE Nord	– 0,5	– 0,9	– 1,4	– 1,4
UE Sud	– 0,2	– 0,3	– 0,6	– 0,5
Autre UE	– 0,3	– 0,5	– 1,0	– 1,1
Autre Europe	– 0,3	– 0,7	– 1,1	– 1,2
Autre OCDE	– 0,4	– 1,0	– 1,1	– 0,8
Dragons	**– 1,1**	**– 5,5**	**– 5,7**	**– 5,5**
Autres Asie	**– 2,3**	**– 5,4**	**– 7,7**	**– 9,5**
Amérique Latine	0,0	0,0	0,0	– 0,1
Moyen-Orient et Maghreb	– 1,1	– 2,8	– 4,0	– 4,9
Ex-URSS	0,0	0,0	– 0,1	– 0,1
PECO	0,0	– 0,1	– 0,2	– 0,3
Prix de la consommation				
Etats-Unis	– 0,1	– 0,4	– 0,8	– 1,4
Japon	0,1	0,1	– 0,2	– 1,0
Union Européenne	**0,0**	**– 0,2**	**– 0,6**	**– 1,1**
Balance courante [2]				
Etats-Unis	0,0	0,0	– 0,1	– 0,2
Japon	– 0,1	– 0,3	– 0,3	– 0,3
Union Européenne	**– 0,1**	**– 0,1**	**– 0,2**	**– 0,3**
Chômage [1]				
Etats-Unis	0,1	0,3	0,6	0,6
Japon	0,1	0,5	0,8	1,0
Union Européenne	**0,1**	**0,3**	**0,5**	**0,6**
Solde public [2]				
Etats-Unis	0,0	– 0,1	– 0,2	– 0,2
Japon	– 0,1	– 0,3	– 0,4	– 0,4
Union Européenne	**– 0,1**	**– 0,2**	**– 0,3**	**– 0,4**
Taux d'intérêt dans l'ensemble de l'OCDE				
Court terme	– 0,25	– 0,5	– 0,5	– 0,5
Long terme	– 0,25	– 1,0	– 1,0	– 1,0
Prix des matières premières	– 10,0	– 10,0	– 10,0	– 10,0

(1) écart en points de pourcentage.
(2) écart en points de PIB.
Source : modèle MIMOSA OFCE.

9. Impact de la crise sur les pays d'Asie

Ecart en % au compte central sauf (3)

	1997	1998	1999	2000
Dragons				
PIB	– 1,1	– 5,5	– 5,7	– 5,5
Importations	– 3,7	– 14,8	– 16,1	– 18,6
Exportations	– 3,5	– 12,2	– 8,4	– 6,9
Taux de change (1)	11,0	36,0	36,0	36,0
Prix de la demande privée	1,6	4,9	10,0	11,1
Prix des exportations (2)	– 1,1	– 5,4	– 8,8	– 8,4
Prix des importations (2)	– 0,7	– 3,0	– 1,1	– 1,2
Balance courante (3)	1,5	5,9	15,7	50,9
Autres Asie				
PIB	– 2,3	– 5,4	– 7,7	– 9,5
Importations	– 4,3	– 14,7	– 15,3	– 11,9
Exportations	0,5	– 1,6	– 1,1	– 0,8
Prix des exportations (2)	– 3,4	– 10,5	– 8,0	– 7,4
Prix des importations (2)	– 0,6	– 1,4	– 0,5	– 0,3
Balance courante (3)	11,7	26,5	46,4	37,8

(1) Un signe positif indique une appréciation du dollar,
(2) prix exprimé en dollars
(3) écart en milliards de dollars.
Source : modèle MIMOSA OFCE.

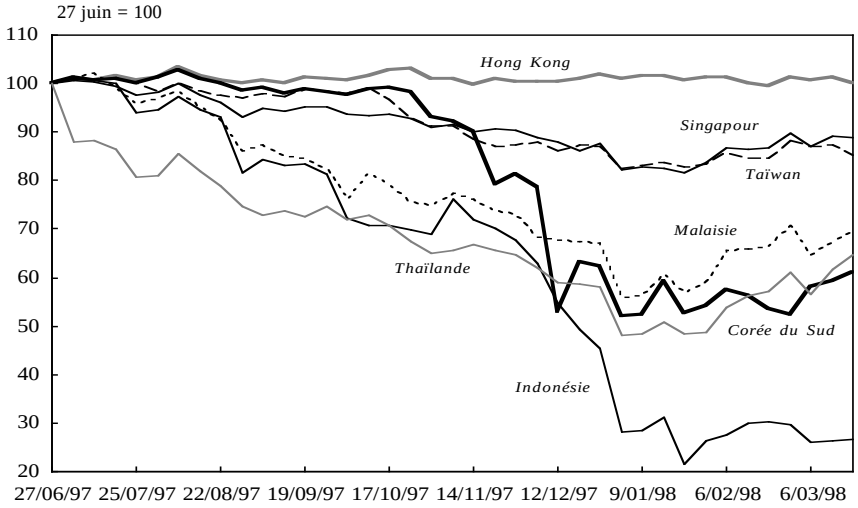
La contraction des importations, sous l'effet de leur renchérissement et de la chute de la demande interne, conduit à une restauration significative des balances courantes (d'environ 60 milliards à l'horizon 1999 pour l'ensemble des deux zones). La zone « dragons » connaît une poussée d'inflation assez modérée relativement à la dépréciation subie, en raison de l'effet sur les prix de la contraction du PIB et des efforts de marge des importateurs. A moyen terme se dessine une asymétrie entre les deux zones dans la reprise de la production. Dans la zone « dragons », les contraintes d'offre sont levées, et le retournement est assez rapide. Dans la zone « autres Asie » la chute durable des flux de financement affecte la croissance à l'horizon de la projection.

La baisse de la croissance dans les pays de l'OCDE diffère selon les degré d'exposition à la crise et les réactions à la réduction des taux d'intérêt (tableau 8). Elle atteint en 1998 1,3 % au Japon et 0,4 % dans l'Union Européenne et aux Etats-Unis; en 1999 le coût en croissance est encore de 0,8 % pour le Japon, de 0,4 % pour l'UE et de 0,2 % pour les Etats-Unis. Les baisses des taux de change asiatiques et du cours du pétrole se conjuguent pour entraîner une réduction de l'inflation de 0,3 % en moyenne en 1998 et 1999 dans l'UE. Par contre, l'effet sur la balance extérieure est faible, les effets-prix compensant les effets-volume.

L'Asie : des perspectives qui restent sombres

Après plusieurs mois de tourmente, la situation en Asie demeure tendue. En dépit d'une très légère remontée dans certains pays depuis la fin du mois de janvier, les taux de change restent à de bas niveaux (graphique 5). La crise de confiance qui a frappé la Thaïlande en juillet dernier et qui s'est étendue à d'autres pays de la région (Philippines, Malaisie, Indonésie, Corée du Sud surtout) s'est transformée progressivement en un comportement d'attentisme en dépit des efforts d'ajustement sans précédent réalisés par les autorités locales et la communauté financière internationale. Cette situation se traduit aujourd'hui par un tarissement des crédits dont les effets, sensibles en 1998, devraient durer en 1999.

5. Taux de change contre dollar



Source : The Nikkei Weekly.

Les déséquilibres révélés

Si la crise surprend par son ampleur, elle était latente depuis 1995. L'afflux de capitaux étrangers pendant la première moitié des années quatre-vingt-dix, combiné à une épargne nationale élevée, avait permis une forte expansion de la demande tirée par l'accumulation de capital dont les pays de l'OCDE ont largement tiré parti. La contribution de l'Asie en développement à la croissance du commerce mondial de produit manufacturés était passée de 1 à quelques 2 points. Pourtant, derrière cette croissance apparemment vertueuse (ratios d'endettement extérieur raisonnables, déficits courants acceptables jusqu'en 1995, peu de déficits publics...), des déséquilibres majeurs étaient apparus :

— le recours croissant à des emprunts en devises de court terme, de la part des banques locales ou directement des entreprises, a été favorisé par la création en 1993 d'une grande place financière off shore à Bangkok ;

— la forte expansion de la demande avait provoqué une flambée des crédits bancaires domestiques accordés au secteur privé. Les taux d'endettement internes sont devenus extrêmement élevés : 170 % du PIB en Malaisie . Les chiffres restent encore malaisés à établir en raison de la complexité et l'opacité des réseaux de financements (crédits croisés entre filiales en Corée du Sud par exemple) ;

— bien qu'une grande partie de ces prêts ait permis d'élargir la base productive, des investissements ont été réalisés dans des secteurs peu rentables, voire improductifs mais hautement lucratifs. Aussi, certains segments de l'appareil productif sont-ils en surcapacité tandis que la spéculation immobilière et boursière a profité de rendements disproportionnés (tableau 10).

Si la politique d'ancrage des taux de change au dollar instituée à la fin des années quatre-vingt a permis la réussite du modèle, en inspirant confiance aux capitaux extérieurs, la hausse du dollar vis-à-vis des monnaies européennes et japonaise en 1996 et 1997 a ébranlé ce pilier. L'appréciation réelle des monnaies a rendu cette stratégie de plus en plus délicate, surtout dans un contexte de demande mondiale affaiblie, où la concurrence s'intensifie entre pays de la zone. Dès 1996, la monnaie thaïlandaise s'est trouvée fragilisée et les autorités monétaires ont dû intervenir pour la soutenir, en relevant les taux d'intérêt. A l'exception de la Chine, qui tirait parti de la dévaluation de plus de 30 % de sa monnaie intervenue au début de 1994, l'ensemble des pays d'Asie ont connu une dégradation de leur balance courante, en dépit de politiques monétaires restrictives qui ont freiné les importations. En Corée du Sud, la rentabilité de certains grands groupes a été mise à mal. En janvier 1997, le groupe *Hanbo Steel* devient insolvable avec une dette de 6 mil-

10. Marchés des actions : capitalisation boursière

En % du PIB

	1990	1996
Chine	0,5	13,8
Malaisie	113,5	315,5
Philippines	13,4	97,5
Thaïlande	28	54
Argentine	2,4	15,7
Brésil	4	28,6
Chili	49,1	90,8
Mexique	13,5	37,1

Source : BRI.

liards de dollar. Trois mois plus tard, c'est au tour de *Sammi Steel*. Dès juillet, *Kia*, troisième constructeur automobile du pays est à court de liquidité, et devant la réticence des banques à le soutenir, sera nationalisé en octobre. Jusqu'en juillet 1997, avant la crise de change et les faillites en cascade, l'ampleur des problèmes a été masqué par l'opacité des systèmes financiers. Depuis, le retournement des marchés boursiers et immobiliers, les dévaluations et le reflux des capitaux étrangers ont fait apparaître le degré de surexposition des banques aux marchés à risque, la vulnérabilité au taux de change et notamment le poids de la dette à court terme, et le degré d'engagement auprès du secteur privé (tableau 11). Encore aujourd'hui, il est difficile d'estimer l'importance des engagements financiers externes et internes de l'ensemble des agents.

11. Taux de change et Bourse des pays d'Asie

	Change en $ fin mars 98-fin mars 97 fin	Bourse en $ mars 98-fin décembre 96
Chine	0,2	30,4
Hongkong *	0,0	– 12,1
Inde	– 9,4	15,4
Indonésie*	– 71,3	– 78,0
Malaisie*	– 30,9	– 58,5
Philippines*	– 28,8	– 49,0
Thaïlande*	– 32,3	– 61,0
Corée du Sud*	– 35,9	– 50,7
Singapour*	– 9,4	– 34,6
Taïwan	– 15,6	9,5

* Pays affectés par la crise.
Source : The economist.

La crise de confiance combinée à la déroute des systèmes financiers locaux conduit à une pénurie aiguë de liquidités et à l'insolvabilité croissante des économies. Tour à tour, la Thaïlande, l'Indonésie puis la Corée du Sud doivent recourir à un plan de sauvetage conduit par le FMI et impliquant de nombreux pays (tableau 12). La communauté financière internationale, à commencer par le Japon, principal créancier en Asie, est largement sollicitée notamment pour permettre un rééchelonnement de la dette à court terme et éviter un moratoire (Corée du Sud, Indonésie). Ainsi, après un accord conclu en décembre, un nouvel accord de rééchelonnement a été conclu en mars entre la Corée du Sud et les 123 banques créancières du pays, sous la garantie du gouvernement. L'Indonésie reste dans une position plus précaire. Sur le plan interne, le taux de créances douteuses augmente fortement. En Thaïlande, ce serait le cas de 12 % des prêts bancaires et 20 % des prêts de sociétés financières, soit 20 % du PIB ; en Malaisie, 20-25 % des crédits, c'est-à-dire un tiers du PIB.

12. Plans de sauvetage mis en place par le FMI

En milliards de dollars

	Thaïlande (11-08-1997)	Indonésie (31-10-1997)	Corée du Sud (3-12-1997)	Caractéristiques
FMI	3,9	10,0	21,0	prêts *stand-by* de 2,5 ans pour la Thaïlande et de 3 ans pour les autres pays
Banque Mondiale	1,5	4,5	10,0	réformes structurelles spécifiques
BAD	1,2	3,5	4,0	idem
Divers pays (Japon, USA ...)	10,6	25,0	22,0	disponible en cas de circonstances externes non anticipées
Total	17,2	43,0	57,0	

Source : EIU.

Un redressement des balances courantes au détriment de la croissance

La cure d'austérité dans les pays dont la monnaie s'est fortement dépréciée devrait s'accompagner d'une restructuration en profondeur des systèmes financiers locaux (liquidation, fusion, recapitalisation des établissements financiers, mise en place d'organisme de surveillance, réglementation plus stricte sur les conditions d'octroi de prêts, développement des marchés obligataires, gestion plus transparente). Cette phase de transition augure de deux années de purge et d'ajustement douloureux. D'ores et déjà, on peut s'attendre à :

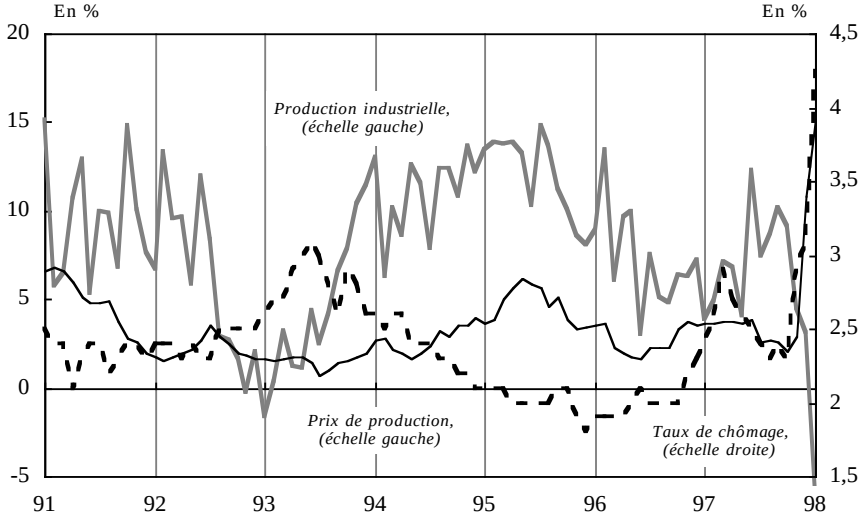
— une chute sans précédent de l'activité interne due à une restriction drastique du crédit, des taux d'intérêt élevés et une politique budgétaire très restrictive (hausses des taxes et coupes claires des dépenses publiques). En Corée du Sud, la production industrielle qui baissait depuis octobre a chuté de 10 % en janvier par rapport au mois précédent (– 6 % sur un an). Le taux de chômage a fortement augmenté et 2 millions de chômeurs supplémentaires sont attendus en 1998 (graphique 6). Les pays en crise pourraient enregistrer un recul de l'ordre de 2,5 % de leur activité en 1998 et une timide reprise de 2 % l'année suivante ;

— une résurgence de l'inflation fondée sur le renchérissement du prix des produits importés et des difficultés d'approvisionnement notamment en matières premières et produits de première nécessité. En Indonésie, les prix à la consommation ont augmenté de 31,7 % en février 1998 (après 6,5 % en moyenne 1997). En février, l'inflation sur un an atteint 8,9 % en Thaïlande , 9,5 % en Corée du Sud. Dans ce pays, la hausse des prix à la production, de 3 % sur l'ensemble de 1997, a été de 13,5 % de novembre 1997 à janvier 1998 ;

— une nette amélioration des balances courantes en 1998 et 1999 qui passerait principalement par une contraction des volumes importés. Les exportations ne bénéficieraient que modérément du regain de compétitivité donnée par la baisse des prix en dollars en 1998. Celle-ci restera limitée en raison des besoins en devises des pays et de la hausse des coûts de production. Par ailleurs, la capacité de répondre à une forte hausse de la demande externe n'est pas très extensible. Si une partie des exportations peut s'appuyer sur les stocks existants (en produits finis ou en biens intermédiaires), les problèmes d'approvisionnement dus à la pénurie de devises et la dégradation du tissu industriel devraient handicaper les exportations, surtout sur des produits ayant un fort contenu en importations. Par ailleurs, les dégâts causés par *El Niño* en Indonésie et en Malaisie devraient ralentir les exportations agro-alimentaires.

Les derniers indicateurs disponibles concernant les pays dont la monnaie s'est fortement dépréciée confirment ces mauvaises performances : baisse des importations en valeur à l'automne suivie d'une forte chute en janvier (sur un an, – 40 % en Corée du Sud, – 30 % en Thaïlande et en Malaisie, forte baisse à Singapour) due à un effet volume (baisse de la demande) et un effet prix (baisse des prix en dollar, au sein de la zone Asie, et ajustement des comportements des autres fournisseurs). Simultanément, les exportations en valeur progressent, mais modérément du fait de la baisse des prix (– 15 % sur la période octobre-janvier comparée à la même période de l'année dernière en Corée du Sud). De plus, l'avantage de change acquis pour 1998 sera très érodé en 1999 par le regain d'inflation dans ces pays. En supposant que les cours se stabilisent à leur niveau actuel, les pays ne pourraient

6. Corée du Sud : quelques indicateurs conjoncturels



Source : OCDE.

empêcher une réappréciation de leur taux de change réel qui couvrirait presque au deux tiers les dévaluations nominales.

La situation est également difficile dans les pays dont le change s'est maintenu. Ces pays subissent la chute de la demande régionale en même temps que leur compétitivité-prix se trouve dégradée.

Taiwan, qui réalise 40 % de son chiffre d'affaires dans la zone enregistre un déficit commercial sur les premiers mois de l'année (– 10 % des exportations par rapport à janvier-février 1997). L'ampleur des réserves (85 milliards à la fin de 1997) et l'excédent de sa balance des services devraient le mettre à l'écart d'un risque de change.

La Chine se trouve dans une position plus délicate. Pendant la crise, le yuan est resté stable vis-à-vis du dollar (il a même été poussé à la hausse). Cette fermeté s'explique par plusieurs facteurs. La convertibilité de la monnaie chinoise est récente (1er janvier 1996) et ne concerne que les opérations courantes, et non les opérations en capital. Les réserves de change sont très élevées (deuxièmes derrière le Japon). Enfin, le yuan avait déjà été dévalué de plus de 30 % en 1994. En dépit des aménagements fiscaux visant à atténuer le désavantage de change à l'exportation, les ventes de marchandises devraient ralentir en 1998 et freiner la croissance. Mais surtout, ce sont surtout de moindres entrées de capitaux étrangers qui sont à craindre avec la perte de l'avantage relatif par rapport à ses voisins, en terme de coûts de production. Déjà en 1997, les entrées nettes de capitaux étaient restées stables et les demandes déposées pour 1998 ont baissé de 38 % sur les dix premiers mois cumulés de 1997 comparés à la même période de l'année précédente.

Les ressorts de la croissance chinoise doivent donc être trouvés du côté de la demande intérieure. Or, actuellement, les taux d'intérêt réels restent élevés et l'accélération des réformes des entreprises d'Etat, telle qu'elle vient d'être confirmée par le Premier ministre, risque de mettre à mal une économie dont 70 % des emplois urbains proviennent du secteur public, et où les avantages en termes de salaires et de couverture sociale sont sans commune mesure avec ceux pratiqués dans le secteur privé. Le coût des réformes et une éventuelle montée du chômage pourraient bien hypothéquer une croissance qui aura du mal à se maintenir sur un rythme de 8 % par an et éviter les risques de montée des tensions sociales.

L'Amérique latine paie cher la crise asiatique

Après une année de forte croissance et des perspectives qui s'annonçaient encore favorables à l'été dernier, l'Amérique latine devrait enregistrer un ralentissement marqué de son activité en 1998 et 1999. En

1997, les performances de croissance (8 % en Argentine, 7,4 % au Pérou, 7,2 % au Mexique, 5,1 % au Venezuela) se sont accompagnées d'une forte décélération des rythmes d'inflation dans l'ensemble de la région (8,9 % après 16,5 % en 1996). Pourtant, certains déséquilibres subsistent et notamment la sensibilité des balances courantes à la croissance. En Argentine et au Mexique, le creusement du déficit courant a obligé les autorités à prendre des mesures d'ajustement pour ralentir l'économie. Dans le premier pays, il s'agit là de la contre partie du système de Currency Board mis en place en 1991 dans le cadre du Plan Cavallo. Le Mexique par contre, après la dévaluation du peso en 1994 qui avait résorbé les déséquilibres externes et relancé la compétitivité à l'exportation, devrait pâtir d'un taux de change de nouveau surévalué. Si l'inflation continue de décélérer après le sursaut à 52 % en 1994, la croissance des exportations qui constituait le principal soutien à l'activité en 1997 devrait ralentir, surtout en période de ralentissement conjoncturel du cycle des Etats-Unis.

Ces ajustements conjoncturels auraient pu s'accommoder d'un rythme de croissance honorable pour l'Amérique latine (avant la crise asiatique, les prévisions convergeaient en faveur d'une légère accélération en 1998 sous l'impact positif d'une reprise de la croissance brésilienne) si l'onde de choc en provenance de l'Orient n'était venue mettre à mal ce scénario.

Les craintes provoquées par la crise asiatique à la fin du mois d'octobre — lorsque le dollar de Hong Kong a été attaqué et que la Bourse s'est mise à chuter — n'ont pas épargné l'Amérique latine. Les monnaies ont été attaquées et les cours de la Bourse ont chuté de 30 % dans certains pays. Pour soutenir leur monnaie et éviter une dépréciation qui aurait compromis les plans de lutte contre l'inflation, certains pays ont réagi vivement. Ainsi, au Brésil, pour soutenir le réal, pilier du Plan du même nom depuis 1991, la Banque Centrale est intervenue massivement sur le marché des changes (les réserves en devises ont baissé de 8 milliards de dollars en 3 semaines) et a dû relever les taux d'intérêt jusqu'à 44 %. Simultanément, pour asseoir sa crédibilité, le gouvernement a présenté un plan d'assainissement des finances publiques visant à accélérer des réformes qui tardaient à venir. L'appréciation contrôlée du taux de change réel s'accompagnait d'une politique monétaire restrictive, partiellement compensée par un certain laxisme du côté des finances publiques. Cette situation a généré au cours des dernières années une explosion de la dette publique, qui nécessitait une profonde réforme fiscale. Entériné en grande partie par le Parlement au cours de l'hiver, le plan prévoit 18 milliards d'économies sur deux ans et un déficit public de 3 % en 1998 après 5,2 %. Par son caractère récessif, ce plan vient casser la croissance brésilienne. Les prévisions pour 1998 font état d'une stagnation de l'activité et il n'est pas certain que les objectifs du plan soient atteints. Les charges de la dette publique devraient s'alourdir sen-

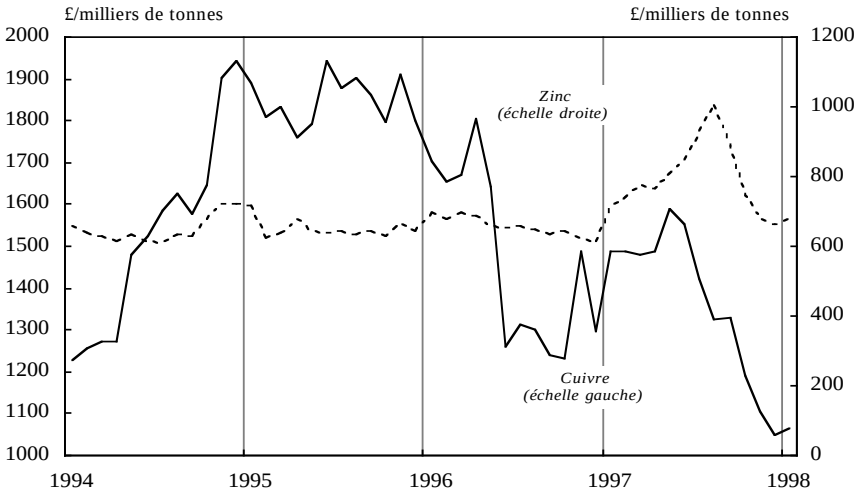
siblement tandis que le ralentissement de la croissance devrait freiner les recettes fiscales. Aujourd'hui, le risque d'une résurgence de la crise semble être écarté. Les taux d'intérêt ont baissé à 28 %, et les marchés boursiers sont à nouveau à la hausse.

Même si les réactions n'ont pas été partout aussi dures (certains pays ont accepté une légère dévaluation), l'impact de la crise asiatique transite par différents canaux aux effets tous récessifs. Bien que l'Amérique latine soit globalement peu présente sur les marchés asiatiques, certains pays sont plus directement exposés aux évolutions de la demande. Le Chili effectue 35 % de ses exportations vers l'Asie, le Pérou, 25 %. La crise de la demande dans la zone devrait se faire ressentir rapidement dans leurs exportations.

Simultanément, la décélération de la croissance asiatique s'est traduite par un effondrement du cours des matières premières (graphique 7). La chute de 30 % du prix du cuivre, par exemple, dont le Chili à nouveau est un grand exportateur (40 % de ses exportations), provoque une perte de revenus qui creusera sensiblement le déficit courant. De même, la baisse du prix du pétrole freinera les recettes pétrolières des pays exportateurs, notamment le Mexique et le Venezuela qui ont accepté de réduire sensiblement leur production pour endiguer la baisse des prix.

La dégradation de la compétitivité latino-américaine au regard des pays asiatiques risque de s'avérer dangereuse pour certains pays, notamment ceux dont les monnaies sont notoirement surévaluées (Brésil, Argentine et Mexique). La perte des parts de marché à l'exportation en Amérique latine devrait s'amplifier en 1998 et 1999 (graphiques 8a et 8b).

7. Prix du cuivre et du zinc

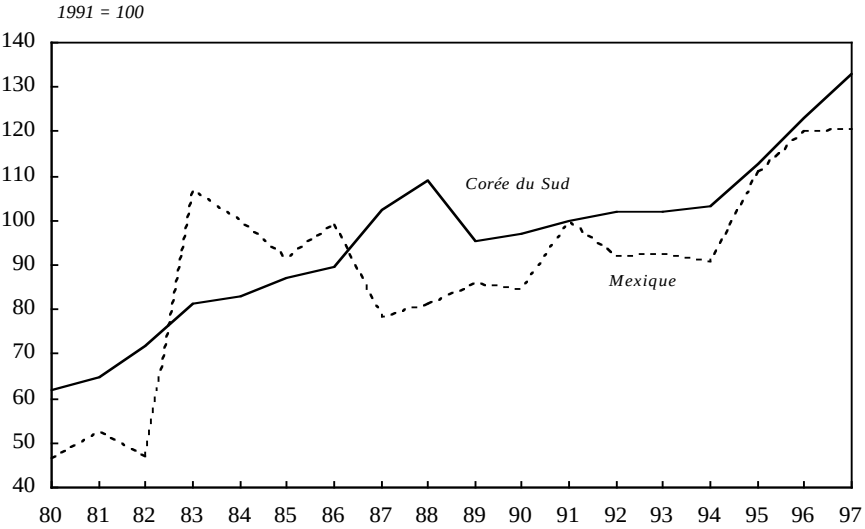


Source : Banque du Japon.

8a. Parts de marché à l'exportation de produits manufacturés

* Hors NEIA et OPEP.
** Nouvelles économies industrialisées d'Asie, hors Corée du Sud.
*** Hors Mexique.
Source : OCDE.

8b. Parts de marché à l'exportation de produits manufacturés



Source : OCDE.

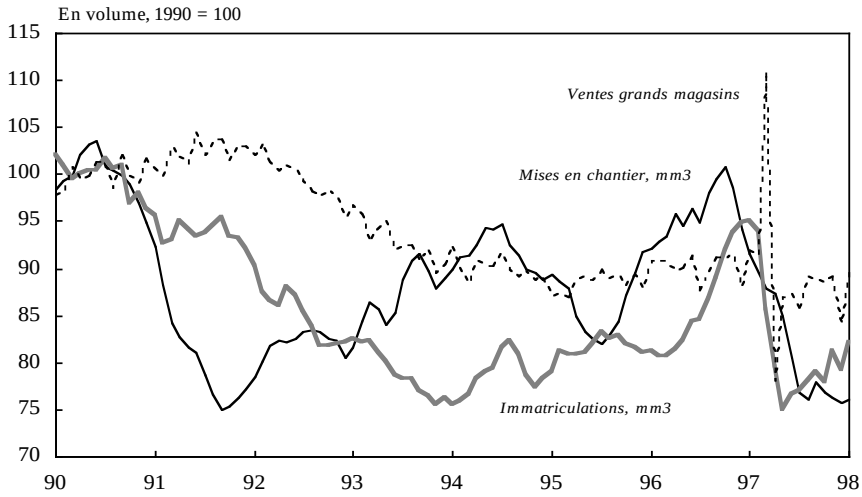
La dégradation des balances courantes, qui est à attendre au cours des deux années à venir, ne devrait pas poser de problèmes. Ces pays ont, tout au long de la crise, fait preuve d'une bonne résistance. Après plus d'une décennie d'ajustement, ils bénéficient d'atouts qui les rendent solides. En fin d'année, on a pu observer une augmentation des primes de risques sur les marchés obligataires internationaux du Brésil et de l'Argentine ainsi qu'un recours accru aux crédits bancaires. Mais les vastes programmes de privatisations qui s'accélèrent au Brésil, et qui se poursuivent dans les pays voisins devraient permettre de laisser passer la crise, et d'attendre des jours meilleurs.

Japon : « nippo-sclérose » ?

La croissance de 0,9 % du PIB en 1997 marque la fin des illusions sur le redressement de la demande intérieure japonaise. L'an dernier la croissance a été exclusivement soutenue par les exportations nettes tandis que la demande intérieure a régressé de 0,5 %, première baisse depuis 1974. Le diagnostic de « reprise progressive » que proposaient les autorités officielles (l'Agence de planification économique, la Banque du Japon ou le Ministère des finances) depuis 1994, a cédé la place à celui de « stagnation ». De cette année contrastée, où le deuxième trimestre désastreux a gommé les brillantes performances du tournant 1996-1997, les deux derniers trimestres étaient déterminants pour évaluer la dynamique véritable de l'économie nipponne. Après la forte décompression du second trimestre qui a suivi l'augmentation de 2 points de la taxe sur la consommation, la progression de 1 % du PIB au troisième trimestre pouvait laisser augurer une récupération rapide du sentier de croissance moyen de l'ordre de 2 % qui semblait caractériser l'économie depuis 1994. Mais les derniers mois de l'année multiplient les signaux de rechute. La demande intérieure s'est à nouveau grippée. La consommation des ménages affiche une baisse de 0,9 % au quatrième trimestre selon les premières estimations des comptes nationaux, après une hausse de 1 % au troisième trimestre. Il devient dès lors difficile de reléguer les à-coups de la croissance japonaise au rang d'un accident de parcours lié aux achats par anticipations du début d'année.

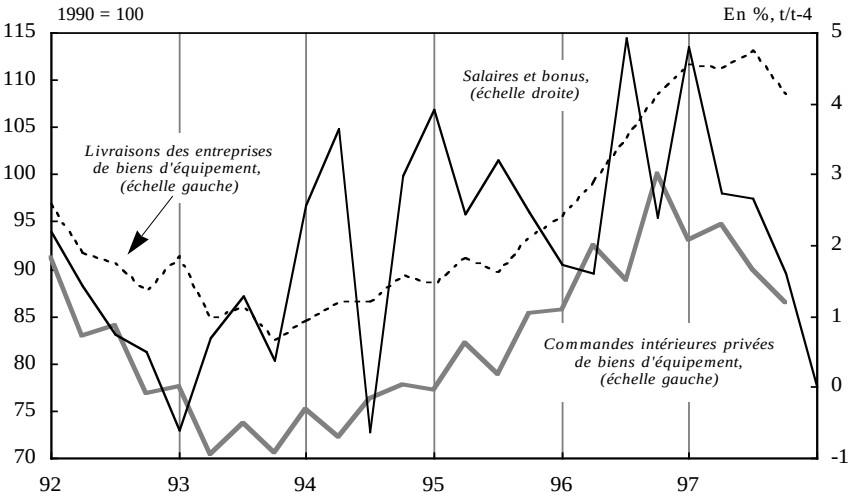
Depuis quelques mois de multiples signaux confortent l'idée d'un enchaînement récessif. La décrue de la consommation des ménages et de l'investissement résidentiel depuis avril, ce malgré une récupération éphémère et partielle du troisième trimestre, a entraîné un infléchissement à la baisse de l'investissement des entreprises, des gains salariaux et des profits (de l'ordre de 2,2 % parmi les grandes entreprises non financières, pour l'année fiscale qui clôt en mars 1998). Le nouvel et important accès de faiblesse de la consommation en fin d'année (en par-

9. Japon : indicateurs de demande privée



Source : Banque du Japon.

10. Japon : investissement et salaires



Sources : Banque du Japon, MCA.

ticulier en décembre, période de distribution des primes, bien que les chiffres de janvier 1998 en atténuent la portée) indique que la consommation, loin de récupérer le chemin perdu après mars, stagne depuis un semestre (graphiques 9 et 10). L'infléchissement des revenus et des anticipations des agents privés depuis le milieu de l'an dernier, pèse donc durablement sur la consommation : les salaires mensuels (y compris les primes et les heures supplémentaires) connaissent un net ralentissement

au tournant de 1997 et 1998, et le climat de confiance des consommateurs retrouve ses plus bas niveaux depuis le creux de la fin de 1993. Cette dynamique récessive est par ailleurs aggravée par une intensification de la sélectivité du crédit à l'encontre, en particulier, des petites et moyennes entreprises (si l'on se réfère à l'enquête *Tankan* de la banque du Japon sur les facilités d'accès au crédit).

Le dynamisme retrouvé de la demande intérieure en 1996 a donc tourné court, soulignant la vulnérabilité actuelle de la sphère privée aux choix restrictifs de politique budgétaire inaugurés en 1997. Les dépenses générales du compte central devraient connaître une légère baisse en 1998, la première programmée depuis 1987 (tableau 13). Ce projet s'inscrit dans le droit fil des recommandations de moyen terme du conseil de la réforme structurelle budgétaire. Cette baisse inclut notamment une décrue de 7 % des dépenses de travaux publics en 1998. Ces dernières devraient à nouveau baisser de 5 % pour l'exercice 1999. Seul, un remboursement d'impôt sur le revenu des ménages (de 2000 milliards de yen), dont le caractère renouvelable n'est pas garanti pour 1999, en atténue la portée. Par ailleurs le budget du gouvernement central ne donne qu'une vision très partielle de la programmation publique. Néanmoins, confirmant l'orientation centrale, le programme d'investissement et de prêts, qui est la source de nombreux financements de projets d'investissement public est aussi plus restrictif. Une baisse de 5 % des prêts nets est prévue pour 1998. Les collectivités locales sont supposées, quant à elles, s'aligner sur les directives restrictives du gouvernement central.

De nombreux doutes entourent la réalisation de ce budget, le gouvernement pouvant largement en amender le contenu par le biais de collectifs budgétaires. Les autorités subissent de fortes pressions de la part des pays du G7 et des députés du FLD (parti libéral au pouvoir), qui devraient faire fléchir les fortes réticences du ministère des Finances. Le plan de stimulation présenté à la veille du G7 par le gouvernement japonais ne remet pas en cause les grandes orientations du budget initial. Il ne comprend que des mesures réglementaires et comptables destinées à stabiliser les marchés financiers et d'actifs fonciers. Mais compte tenu du contexte conjoncturel et des risques régionaux, il est difficile d'envisager que le gouvernement s'en tienne à cette ligne dure. Nous avons donc supposé ici que le gouvernement annulerait les deux tiers des baisses d'investissement public initialement programmées pour 1998 et 1999.

Ni cette inflexion de la politique budgétaire, ni la légère baisse de fiscalité, ou la dépréciation accentuée du yen au second semestre de 1998 (qui baisserait jusqu'à 135 yen pour un dollar) ne sont néanmoins en mesure d'éclaircir véritablement les perspectives de croissance de cette année et de 1999 (respectivement 0,4 % et 1,5 %, tableaux 14 et 15).

Le Japon est en premier lieu menacé du côté de la composante externe, la plus dynamique jusqu'ici de sa croissance. Les premiers chiffres connus en début d'année marquent un net recul de la demande en provenance des pays d'Asie. Les commandes étrangères de biens d'équipement, en particulier, plongent depuis le milieu de l'été (leur niveau est inférieur, en janvier 1998, de près de 40 % à celui du troisième trimestre 1997). Pour l'heure la demande de biens importés par l'Europe et les Etats-Unis compense la contribution asiatique négative, mais cette composante sera moins porteuse dès lors que la croissance américaine ralentira à partir du second semestre. La contribution des exportations nettes, très fortement positive en 1997 (1,3 point) se réduirait à 0,3 point en 1998 comme en 1999.

Le deuxième facteur de ralentissement tient à la révision des plans d'investissement par les entreprises. Ces dernières annoncent un recul de 4 % en volume de leur investissement en bâtiment et équipement pour 1998 après trois années consécutives de hausse. C'est dans le secteur manufacturier que ce recul sera le plus marqué. L'investissement est en premier lieu pénalisé par l'influence dépressive de la demande. Mais en outre, si la décrue des charges d'intérêt permet d'envisager une légère amélioration du profit des entreprises, la montée parallèle de la sélectivité du crédit incite ces dernières à améliorer leur capacité de financement.

Le troisième facteur négatif est lié à la formation des revenus. La composante régulière des salaires mensuels est en net ralentissement depuis le milieu de l'an dernier (proche d'un rythme de 1 % en nominal) alors qu'elle résistait jusqu'ici aux effets prolongés de la crise. Elle porte la marque du tassement des gains de productivité et de la dégradation tendancielle des taux de marge des entreprises depuis 1992. La composante irrégulière est pénalisée par le recul des heures supplémentaires et des bonus de fin d'année (indexés sur les profits des entreprises).

Le faible redressement des profits envisagé dans la projection, ne permet pas d'envisager une forte contribution de cette composante. L'allégement de la pression fiscale (0,4 % du RDB) est pour l'heure insuffisant pour compenser le ralentissement des salaires : si le gouvernement s'en tient à ce qui est annoncé, le pouvoir d'achat du RDB augmentera de moins de 1 % en 1998 comme en 1999. La dégradation continue du marché du travail ne permet pas, par ailleurs, d'envisager une forte baisse du taux d'épargne. La demande intérieure japonaise demeure donc pénalisée par une consommation qui se maintient sur des rythmes inférieurs à 1,5 % en 1998 comme 1999.

Enfin le quatrième facteur aggravant, mais réversible à brève échéance, tient à la nature restrictive de la politique budgétaire. Une impulsion de 2 % du PIB appliquée en milieu d'année, telle qu'elle est préconisée actuellement par le PLD et l'administration américaine aurait

pour résultat de majorer la croissance de 1,5 point en 1998 puis de 1 point à nouveau en 1999 (si l'on suppose une appréciation induite de 5 % du yen à partir de cette date).

14. Japon

	1996	1997	1998	1999
PIB total (1)	4,1	0,9	0,3	1,5
Importations (1)	11,4	0,9	– 0,5	2,2
Consommation des ménages (1)	2,9	1,4	1,2	1,4
Consommation finale des administrations (1)	1,3	– 0,4	– 0,7	0,2
FBCF totale (1)	10,6	– 3,7	– 1,3	1,2
dont FBCF productive marchande (1)	10,9	2,9	0,1	1,2
Exportations (1)	3,2	11,7	1,7	4,6
Emploi total (1)	0,5	1,1	– 0,1	0,0
Population active (1)	0,7	1,1	0,3	0,3
Taux de chômage (en %)	3,4	3,4	3,6	3,8
Prix du PIB (1)	0,1	1,3	1,2	0,1
Prix de la consommation (1)	0,1	1,7	1,3	0,7
Productivité du travail marchand (1)	3,4	0,4	1,7	2,5
Taux de marge des entreprises (en %)	43,4	42,2	41,8	42,1
Pouvoir d'achat du salaire brut par tête (1)	0,5	– 0,2	– 0,3	– 0,4
Pouvoir d'achat du revenu disponible (1)	2,2	0,2	0,9	0,9
Taux d'épargne (en %)	15,6	14,7	14,4	13,9
Capacité de financement des administrations (2)	– 4,2	– 2,6	– 2,7	– 2,6
Taux de prélèvements obligatoires (en %)	28,1	29,2	29,1	29,4
Solde des paiements courants (2)	1,4	2,1	2,4	2,5

(1) Taux de croissance.
(2) Pourcentage du PIB.
Source : modèle MIMOSA OFCE.

Etats-Unis : nuages ou *new age* à l'horizon ?

En 1997, l'économie américaine a réussi une performance exceptionnelle au regard de celles de ses partenaires et des principaux objectifs de politique économique : forte croissance de l'activité (3,8 % de croissance contre 2,8 % en 1996), baisse du taux de chômage, ralentissement des prix, réduction du déficit budgétaire, faible dégradation du solde extérieur. Cette croissance est d'autant plus remarquable qu'elle représente la septième année de croissance ininterrompue, depuis la récession de 1990. Ce cycle, long au regard des cycles précédents, dément régulièrement les prévisions qui annoncent un repli de l'activité. De façon récurrente, la question se pose de savoir si l'économie américaine ne serait pas entrée dans une nouvelle ère, où elle pourrait suivre un sentier de croissance durablement plus soutenu que celui des vingt dernières années, sans plus connaître les retournements cycliques traditionnels.

1997 : une performance exceptionnelle

Cette question se pose à nouveau à la lumière des évolutions de 1997. Les tensions anticipées, en particulier sur le marché du travail, ne se sont pas concrétisées. Le taux de chômage s'est installé un point en dessous des estimations du NAIRU sans entraîner de reprise de l'inflation. Au contraire, les prix ont ralenti, en partie grâce au recul des prix à l'importation. Le taux d'épargne des ménages, déjà faible au regard de son niveau de moyenne période a continué de baisser, et a renforcé la vigueur de la consommation soutenue par la progression des revenus. L'investissement productif est resté très dynamique. Le mouvement de stockage s'est poursuivi. L'absence de tensions inflationnistes a conduit la Réserve fédérale à maintenir ses taux d'intervention inchangés après un relèvement préventif de 0,25 point en mars, le ralentissement des prix entraînant spontanément une certaine remontée des taux courts réels. Le dollar a continué de s'apprécier, en termes nominaux ou réels (tableau 16).

16. Taux de change du dollar

Variations annuelles, en %	1995	1996	1997
Taux de change effectif nominal	1,0	6,5	7,2
Taux de change effectif réel	– 0,9	4,8	6,2

Source : OCDE.

La crise asiatique débutant à l'été 1997 a repoussé l'échéance d'un relèvement des taux attendu à l'automne, et n'a affecté que passagèrement l'évolution de la Bourse américaine. Le dollar a fait office de valeur refuge pour une partie des capitaux fuyant les pays d'Asie en difficulté, les taux d'intérêt de long terme ont baissé, rejoignant le niveau des taux de court terme. La croissance de 3,8 % a résulté d'une forte progression des grandes composantes de la demande intérieure privée (tableau 17).

La consommation des ménages a crû de 3,3 % en volume en 1997, ceci résultant d'une progression proche de 3 % du RDB en volume et d'une baisse du taux d'épargne de près de 0,5 point sur l'année, qui s'est établi à 3,8 après 4,3 %. Le taux d'épargne a touché un point bas en juillet (3,3 %), puis est remonté jusqu'à 3,9 % en novembre.

La consommation a été soutenue par un effet richesse résultant de la forte progression de la Bourse américaine et de la baisse des taux d'intérêt à long terme. L'évaluation de cet effet n'est pas simple. Le cadre de la comptabilité nationale n'est guère adapté puisqu'il n'intègre pas les plus-values. Selon la Réserve fédérale, les plus-values liées aux titres soumis aux fluctuations des marchés (actions cotées en Bourse, actifs obligataires, réserves des fonds de pension et d'assurance-vie) représentent entre 0 et 20 % du RDB des ménages entre 1975 et 1994, et s'envolent pour dépasser 40 % du RDB en 1997 (graphique 11). En comparaison, le taux d'épargne, orienté à la baisse, passe de 9 % en 1975 à 4 % en 1997. Les fluctuations du taux d'épargne apparaissent dérisoires par rapport aux plus-values ; ceci relativise fortement l'idée selon laquelle le taux d'épargne est aujourd'hui particulièrement bas. En retenant, comme cela est généralement le cas depuis Ando et Modigliani, l'hypothèse que les ménages vont consommer 4 à 5 % de leur surcroît de richesse, l'effet sur la consommation aurait été de 1,2 % en 1996 et de 2,3 % en 1997.

17. Etats-Unis : contributions à la croissance du PIB

En points	1997	1998	1999
Consommation des ménages	2,3	2,3	1,3
Dépenses publiques	0,2	0,1	0,2
FBCF totale (privée)	1,2	1,3	– 0,1
dont : – logement	0,1	0,3	– 0,1
– hors logement	1,1	1,1	– 0,1
Exportations de biens et services	1,6	0,7	1,0
Importations de biens et services	– 2,0	– 1,5	– 0,6
Variations de stocks	0,6	– 0,2	– 0,3
PIB	3,8	2,8	1,3

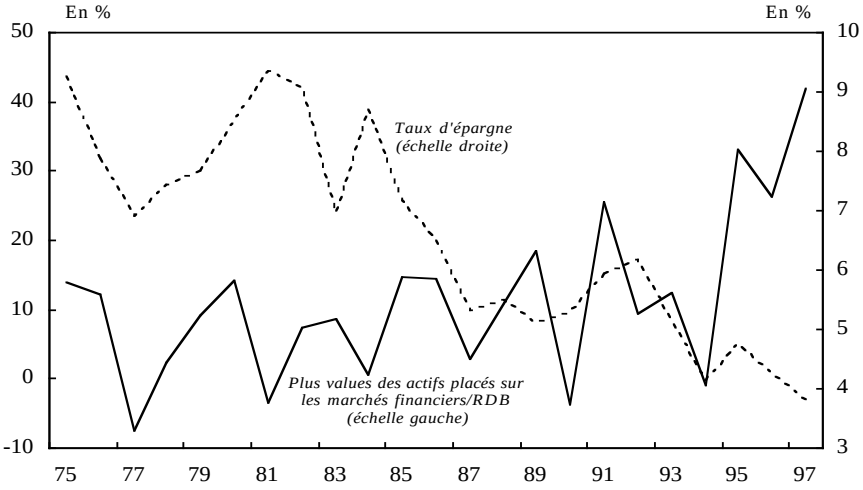
Source : modèle MIMOSA OFCE.

L'impact des effets de richesse peut être mis au regard du comportement de consommation des ménages tel qu'il est retracé par le modèle Mimosa. En 1996 et 1997, la consommation en volume des ménages a évolue plus rapidement dans les comptes nationaux que selon l'équation du modèle. L'écart entre les consommations observée et estimée représente respectivement 0,2 % et 0,6 % de la consommation. Cette sous-estimation, qui n'est pas particulièrement élevée au regard de l'erreur moyenne de l'équation, s'amplifie cependant au moment où les effets de richesse s'accroissent.

La prise en compte d'effets de richesse atténue l'image de baisse tendancielle de la part des revenus consacrés à l'épargne, particulièrement en fin de période. Elle indique aussi que les fluctuations du taux d'épargne vont généralement dans le sens contraire de celles des marchés financiers : le taux d'épargne remonte lorsque les marchés financiers baissent comme cela fut le cas en 1987 et 1994.

L'investissement est resté dynamique en 1997 (7,7 % pour le secteur privé), particulièrement en matière de biens d'équipements (12,2 %, avec une croissance de plus de 10 % par an depuis quatre ans). La production industrielle a accéléré en 1997 (5 % après 3,5 % en 1996, soit près de 6 % en glissement annuel en décembre). Les capacités de production ont dans le même temps été révisées à la hausse (surtout à partir de 1995), et les taux d'utilisation des capacités de production apparaissent désormais plus bas qu'auparavant. Le taux d'utilisation dans l'industrie manufacturière est de 81,7 % en 1997 (81,4 en 1996, 82,8 en 1995). Cependant depuis l'été dernier, sa tendance est à la hausse : en décembre, le taux aurait été de 82,3 soit le taux le plus haut depuis septembre 1995, le point bas de l'année 1997 étant en juin (81,3).

11. Etats-Unis : Epargne et richesse des ménages



Sources : Réserve Fédérale-Flow of Funds Accounts, BEA-Comptes nationaux.

Les créations d'emplois se sont accélérées en fin d'année (plus de 300 000 par mois au dernier trimestre au lieu de 120 au cours des deux trimestre précédents). L'emploi total a augmenté de 2,25 % en glissement en décembre. Le chômage s'est établi à 4,7 % en décembre, ceci malgré une augmentation de la population active plus rapide qu'au cours des années passées (+ 1,8 %, au lieu de 1,1 %). Les gains de productivité ont été l'ordre de 1,7 % dans l'ensemble de l'économie. La productivité aurait été particulièrement élevée dans l'industrie manufacturière (4 % l'an).

La contribution du solde extérieur a réduit le PIB de 0,6 point. Cependant, la dégradation du solde courant a été faible, le déficit représentant 2 points de PIB. Le déficit budgétaire a disparu, en partie pour sa composante structurelle, mais aussi pour sa composante conjoncturelle.

Vers un ralentissement de la croissance ?

La croissance sera-t-elle encore plus forte cette année ? Nous ne le pensons pas. Certes, au moment où nous achevons cette prévision, aucun nuage n'est véritablement venu assombrir la croissance aux Etats-Unis. Un faisceau d'indicateurs conduit à envisager la poursuite du rythme de croissance de la demande intérieure au premier trimestre 1998. Cependant, un certain nombre d'éléments portent les germes d'un ralentissement de l'économie à l'horizon du second semestre (tableaux 18 et 19).

Depuis le début de l'année, la dynamique de croissance de la demande intérieure semble se poursuivre. La consommation devrait être soutenue au premier trimestre par la progression des revenus salariaux et financiers. Le moral des consommateurs est au plus haut. L'indice de confiance a atteint en février le niveau le plus élevé depuis 1968, grâce aux évolutions favorables du marché de l'emploi et à la baisse des taux d'intérêt (graphique 12). Les marchés boursiers et obligataires connaissent des progressions exceptionnelles qui accroissent la richesse des ménages américains. Les ventes de détail ont continué de progresser en début d'année (0,5 % en février, 1 % en janvier). Ces ventes semblent être en ligne avec une hausse de la consommation de l'ordre de 1 % au premier trimestre.

L'investissement logement devrait être soutenu. Le secteur du bâtiment a bénéficié d'un regain d'activité, vraisemblablement sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt à long terme mais aussi de conditions climatiques favorables. Les indications portant sur les stocks laissent penser que ceux-ci restent à un niveau élevé, mais en ligne avec la progression des ventes. Les prix connaissent une progression toujours

faible. L'indice des prix à la consommation est stable, et n'a augmenté que de 1,4 % sur un an en février. Cependant, les prix du pétrole ont chuté de près de 30 % depuis octobre dernier, et la baisse des prix à la consommation d'énergie atteint 8,8 % glissement en février. Hors énergie et alimentation, la progression des prix à la consommation est de 0,3 % en février, soit un peu plus que la tendance récente, et de 2,3 % en glissement annuel. La hausse de l'indice des prix à la consommation devrait être ralentie par de nouveaux changements méthodologiques (encadré 3).

3. Mesure de l'inflation

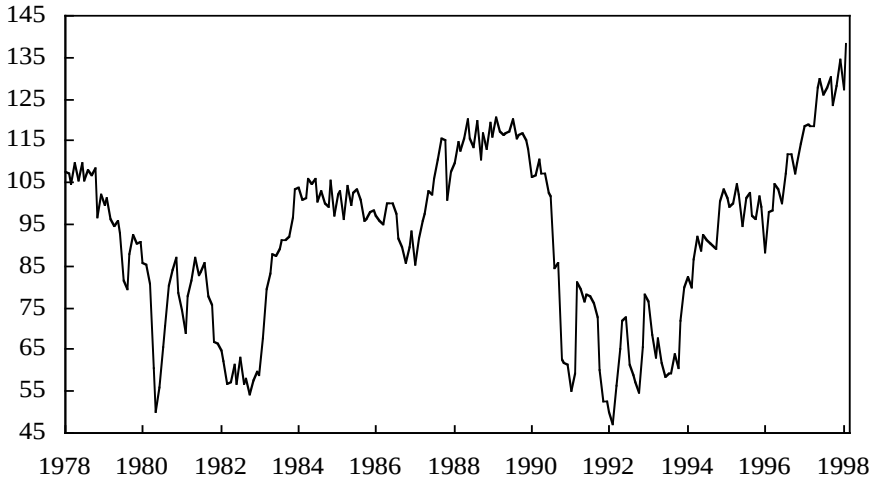
Depuis plusieurs années, et alors que les rythmes d'inflation sont moins rapides que par le passé, la question de biais dans la mesure de l'indice des prix de consommation (CPI) fait l'objet de discussions aux Etats-Unis. En décembre 1996, le rapport de la commission Boskins concluait que l'indice surestimait l'évolution du coût de la vie de 1,1 % par an. Selon le Bureau of Labor Statistics (BLS), qui produit cet indice, la surestimation est moindre. Les modifications progressivement mises en place depuis 1995 pour améliorer la qualité de l'indice et qui doivent se poursuivre jusqu'en 1999, réduiraient au total l'évolution des prix de 0,7 % par an.

Les changements intervenus de 1995 à 1997, auraient selon les estimations du BLS, réduit la progression des prix à la consommation de 0,3 point par an. Les changements introduits en janvier 1998 portent sur la prise en compte des années 1993-1995 au lieu de 1982-1984, comme référence du panier de biens (impact de – 0,15 point), ainsi que sur une meilleure distinction des effets qualité et des effets prix pour les ordinateurs (– 0,06 point) ; ils auraient un impact de – 0,2 point par an sur l'évolution des prix. La question des effets qualité se pose principalement pour les ordinateurs : si le prix d'un ordinateur ne change pas, alors que sa « qualité intrinsèque» s'est améliorée de 20 %, le prix sera abaissé d'autant dans le CPI. Cette méthode est par ailleurs celle retenue par les comptables nationaux

Les changements à venir en 1999 réduiraient encore l'évolution des prix de 0,2 point : ils portent principalement sur le passage d'un indice Laspeyres, à poids constants, à une moyenne géométrique prenant en compte les modifications de la structure des achats.

La prise en compte de l'indice des prix de la consommation comme déflateur de certaines dépenses conduit à augmenter la croissance du PIB réel. L'impact total est évalué à 0,2 point par an (0,06 pour les mesures prises avant 1997, 0,14 pour 1998 et 1999).

12. Etats-Unis : confiance des consommateurs



Source : Conference Board.

18. Etats-Unis

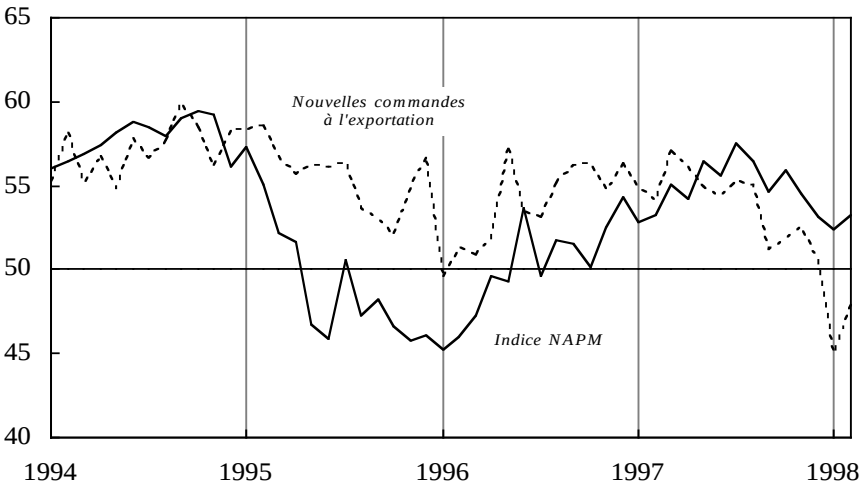
	1996	1997	1998	1999
PIB total (1)	2,8	3,9	2,8	1,3
Importations (1)	9,5	15,4	10,2	3,6
Consommation des ménages (1)	2,7	3,4	3,5	1,9
Consommation finale des administrations (1)	– 0,5	1,1	0,3	0,6
FBCF totale (1)	7,7	8,4	7,9	– 0,5
dont FBCF productive marchande (1)	9,2	11,4	8,9	– 0,7
Exportations (1)	8,8	13,2	5,4	7,1
Emploi total (1)	1,8	2,3	1,8	0,9
Population active (1)	1,2	1,7	1,4	1,3
Taux de chômage (en %)	5,2	4,7	4,6	5,1
Prix du PIB (1)	2,3	2,0	2,6	2,4
Prix de la consommation (1)	2,4	2,0	2,0	2,9
Productivité du travail marchand (1)	1,0	1,9	1,3	0,7
Taux de marge des entreprises (en %)	40,0	39,8	39,3	38,5
Pouvoir d'achat du salaire brut par tête (1)	1,2	2,2	2,3	1,3
Pouvoir d'achat du revenu disponible (1)	1,7	2,8	3,7	2,1
Taux d'épargne (en %)	5,5	4,9	5,1	5,3
Capacité de financement des administrations (2)	– 2,2	– 1,0	– 0,6	– 0,9
Taux de prélèvements obligatoires, (en %)	31,8	32,2	32,1	32,1
Solde des paiements courants (2)	– 1,8	– 2,1	– 2,1	– 2,1

(1) Taux de croissance.
(2) Pourcentage du PIB.
Source : modèle MIMOSA OFCE.

Les créations d'emplois sont restées dynamiques en janvier (300 000 selon l'enquête auprès des ménages). Cependant, elles ont ralenti en février (80 000). Les chiffres de l'enquête auprès des entreprises indiquent la poursuite de créations d'emplois, dans le secteur des services, et une stabilisation dans le secteur manufacturier. Le taux de chômage est quasiment stable depuis décembre (à 4,7 %).

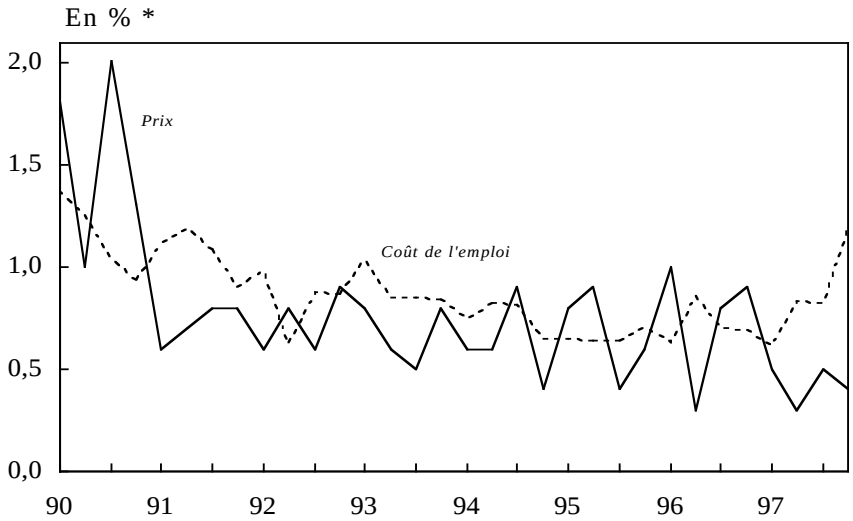
Malgré ce dynamisme de la demande intérieure, l'évolution des exportations devrait freiner la croissance au courant du premier semestre. Le ralentissement de la demande des pays asiatiques, et la dégradation de la compétitivité-prix des exportations américaines résultant de l'appréciation passée du dollar (de l'ordre de 20 % en deux ans) entraîneraient une stabilité des exportations en volume au cours de ce semestre. La perception des producteurs de produits manufacturés quant à l'évolution de leurs ventes à l'exportation conforte cette perspective (graphique 13). Par ailleurs, des tensions sur les salaires s'affirmeraient. L'indice du coût de l'emploi a connu une inflexion à la hausse en fin d'année dernière, décrochant, fait nouveau, nettement des prix (graphique 14). Cette accélération, jointe à la persistance d'un taux de chômage bas (4,6 % en février), pourrait être le prélude à une progression des salaires réels supérieure aux gains de productivité, qui mordrait sur les profits des entreprises. Des débouchés externes moins porteurs et la progression des coûts salariaux conduiraient les entreprises à revoir leur production et leurs investissements à la baisse.

*13. Etats-Unis : indice NAPM**



*L'indice mesure la perception de l'activité par les directeurs d'achat. Un niveau supérieur à 50 indique une croissance de l'activité.
Source : NAPM.

14. Etats-Unis : prix à la consommation et coût de l'emploi



* dernier mois du trimestre/dernier mois du trimestre précédent
Source : BLS.

Un éventuel resserrement monétaire est pour le moment conditionné aux effets de la crise asiatique sur l'économie américaine. C'est le message renouvelé régulièrement par M. Greenspan, et dernièrement dans son discours adressé au Congrès le 24 février. Les autorités monétaires ont indiqué qu'un ralentissement monétaire n'était pas à l'ordre du jour, les effets de la crise asiatique pouvant suffir à ralentir la croissance américaine. Le message est celui d'une vigilance et d'un réglage fin adaptés à la situation conjoncturelle : en cas de fort ralentissement de l'activité, supposé venir de l'extérieur, les taux directeurs seraient abaissés ; par contre, si les risques d'une surchauffe interne se concrétisaient, les taux seraient relevés. Dans notre scénario, l'activité serait bien ralentie par l'extérieur en début d'année, mais, vu la vigueur de la demande intérieure, la Réserve fédérale remonterait de façon préventive son taux directeur de 0,25 point au deuxième trimestre.

La correction à la baisse des cours boursiers survenant alors réduirait les plus values des ménages et entraînerait une remontée du taux d'épargne. Un mouvement de déstockage s'amorcerait. Le ralentissement des exportations du début d'année serait en partie compensé par de plus faibles importations résultant du ralentissement de la demande interne, ainsi que par l'effet favorable de la baisse des prix de l'énergie importée. La dégradation du solde manufacturier serait en partie compensée par l'amélioration du solde des échanges énergétiques. En points de PIB, le déficit extérieur ne connaîtrait qu'une dégradation limitée. Le solde budgétaire fédéral resterait proche de l'équilibre. Il bénéficierait

de la progression toujours forte des impôts directs pesant sur les ménages au premier semestre, du fait de la progression des revenus. La croissance serait pratiquement nulle au second semestre et avoisinerait 2,7 % en moyenne annuelle en 1998, puis 1,4 en 1999. Le taux de chômage se redresserait en cours d'année mais serait pratiquement stable en moyenne annuelle.

En 1999, l'investissement privé et l'ajustement des stocks freineraient la croissance. Du fait des moindres créations d'emplois, du ralentissement des revenus et de l'arrêt des effets de richesse, la consommation ralentirait. Les gains de compétitivité favorisés par la dépréciation du dollar et la faiblesse de la demande intérieure conduiraient à une contribution positive du commerce extérieur à la croissance. Au cours du second semestre, l'assouplissement de la politique monétaire limiterait l'ampleur du cycle. Le taux de chômage progresserait et l'inflation serait plus forte sous l'effet de la hausse des prix des produits importés favorisée par la baisse du dollar.

Le recul de l'investissement privé envisagé dans notre prévision rompt la tendance de reprise depuis 1991. En ce qui concerne l'investissement logement, le retournement de 1999 n'est pas anormal par rapport à l'évolution de ces dernières années au cours desquelles il a connu des fluctuations du même ordre. Le recul prévu en 1999 s'explique par l'inversion de tendance des facteurs qui devraient le pousser à la hausse cette année : ralentissement des revenus, montée du taux de chômage, et absence de baisse des taux d'intérêt. Par contre, la stabilisation de l'investissement productif intervient après plusieurs années de forte croissance. Ce ralentissement intervient alors que les anticipations de

15. Etats-Unis : taux d'investissement productif dans le secteur marchand

Sources : Comptes Nationaux, prévisions MIMOSA.

demande et de profits sont moins fortes. Mais il ne représente qu'une stabilisation du taux d'investissement (graphique 15). La montée en charge des dépenses d'investissements informatiques et en nouvelles technologies de l'information est spectaculaire depuis 1992. Ces dépenses représentent en 1997 plus d'un tiers des investissements productifs. En valeur, la progression des investissements est moins exceptionnelle. La forte croissance récente des investissements de produits informatiques, dont la qualité s'améliore sans être accompagnée de variations des prix de la même ampleur, modifie l'analyse de longue période. Bien qu'elle soit logique, elle donne, particulièrement depuis 1992, des évolutions marquées aux composantes à fort contenu dans ce type de biens (investissement, exportations, importations).

Le ralentissement de l'économie envisagé dans notre prévision peut sembler important. Il n'est cependant pas de la même ampleur que lors des récessions des vingt dernières années : l'économie américaine ne connaîtrait pas de franche récession à l'horizon 1999, mais plutôt un palier, comme cela fut le cas en 1995. La croissance ne serait nulle que pour une courte période, de la mi-1998 au premiers mois de 1999, et repartirait sur des rythmes voisins de 0,6 %par trimestre, pour approcher 1,5 % sur l'année. Il ne nous semble pas que l'économie américaine soit entrée dans une nouvelle ère, mais les fluctuations cycliques pourraient être atténuées par une gestion adaptée de la politique monétaire.

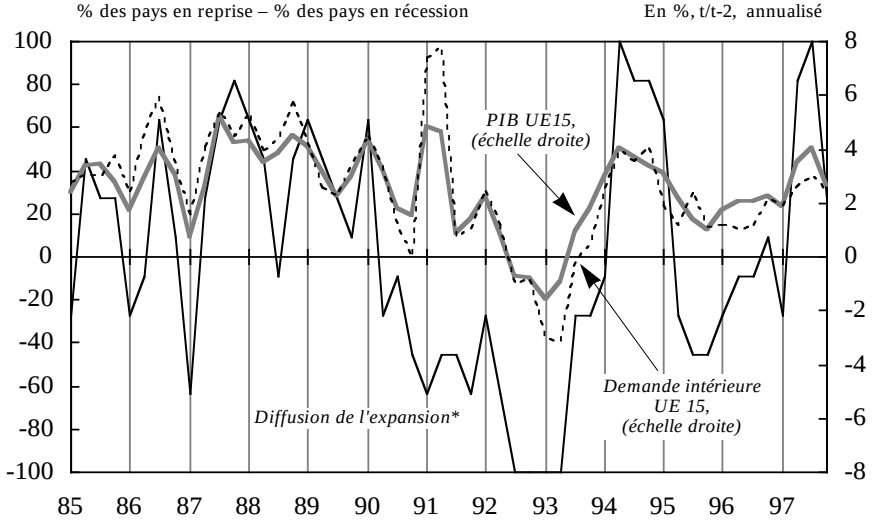
Europe : vers la synchronisation des conjonctures ?

En 1997, l'Europe est sortie d'une période de forte dispersion des conjonctures nationales et de performances moyennes médiocres. A partir du second trimestre elle s'est installée sur un rythme de croissance oscillant entre 3 et 4 % qui conduit la croissance moyenne de l'Union européenne à 2,6 % en 1997 au lieu de 1,7 % en 1996. Cette reprise de la croissance européenne est générale. Au printemps la quasi intégralité des pays continentaux, puis en été la totalité, avaient rejoint des rythmes de croissance supérieurs à 2,5 %, degré de synchronisation exceptionnel et comparable à l'année 1994 (graphique 16). La concordance de cette dynamique avec des conditions monétaires particulièrement favorables, des politiques budgétaires devenant moins restrictives et des enquêtes européennes en permanente amélioration depuis la mi-1996 confortent a priori un scénario confiant sur la solidité de la reprise actuelle. Cet optimisme doit cependant être pondéré par plusieurs éléments.

Les composants qui fondent la reprise sont encore fragiles et réversibles (tableau 20) : seuls 8 pays connaissent une forte croissance de leur

demande intérieure (l'Irlande, la Finlande, le Danemark, le Portugal, le Royaume-Uni, l'Espagne et la Grèce). Parmi eux, seuls l'Irlande et la Finlande connaissent une forte contribution externe à leur croissance, en raison de leur bonne spécialisation dans des industries de pointe. Les six autres ont une contribution négative de l'extérieur à leur croissance. Au contraire, cinq des six pays à faible croissance de la demande intérieure connaissent une nette contribution positive de l'extérieur ; ils bénéficient à la fois de la hausse du dollar et de l'écart de leur conjoncture avec celle de la moyenne de l'Europe. Seule, l'Italie conjugue une faible croissance de sa demande intérieure et une contribution nulle de l'extérieur. Le restockage et les exportations nettes participent pour un tiers à la croissance de l'UE15 entre les trois premiers trimestres de 1997 et de 1996. Le phénomène est particulièrement marqué en Allemagne, dont les 2,3 % de croissance de 1997 relèvent pour 1,1 point du restockage et pour 1 point des exportations nettes. Le même constat peut être fait en Italie où le stockage contribue pour les deux tiers à la croissance de 1997. Une reprise modérée de la consommation est bien décelable dans la plupart des pays européens, avec des rythmes avoisinant 2 à 2,5 % en moyenne, mais le relais de l'investissement ne se dessine pas encore clairement en particulier au quatrième trimestre.

16. Croissance et degré de synchronisation en Europe



* Pourcentage des pays dont le rythme annualisé de croissance excède 2,5 % au cours des deux derniers trimestres-pourcentage des pays qui sont en situation opposée. Voir Mathieu, Passet (1997) : « Disparités de croissance et de politiques économiques en Europe », *Revue de l'OFCE*, n° 64, p. 164.

Sources : OCDE, Instituts nationaux de statistiques, calculs OFCE.

La croissance européenne semble par ailleurs avoir marqué le pas en fin d'année dans un certain nombre d'économies européennes, atténuant le haut degré de synergie régionale constaté en milieu d'année. La croissance moyenne de l'UE, de l'ordre de 0,5 % au quatrième trimestre, en porte la marque. C'est pour l'Allemagne et l'Italie que les ratés de la reprise sont les plus préoccupants puisque par leur poids — le tiers du PIB européen — ces deux économies sont en mesure de gripper la dynamique européenne, à l'instar du couple franco-allemand à la fin de 1994. Dans l'une comme l'autre de ces économies européennes la reprise de la demande intérieure est encore douteuse. Le diagnostic fin sur ces deux économies reste déterminant pour conforter un scénario de reprise continentale généralisée et lever l'hypothèque d'une persistance de blocages structurels.

Dans certaines économies, dynamiques depuis 1993, le mouvement de ralentissement était prévisible et attendu. C'est le cas en particulier du Royaume-Uni et du Danemark. Le Royaume-Uni se démarque de rythmes de croissance du début de l'année voisins de 4 % l'an pour se rapprocher de 2,7 % au second semestre, à la suite du net durcissement de sa politique monétaire et à l'appréciation induite de la livre qui pèse sur ses exportations. Le Royaume-Uni est le seul pays européen où les enquêtes communautaires décèlent une dégradation marquée et continue depuis un an des carnets de commande étrangères. Le ralentissement danois porte, quant à lui, la marque des mesures budgétaires décidées en automne et destinées à modérer la demande intérieure (prélèvement de 1 % sur les salaires, hausse de la fiscalité indirecte sur les automobiles). La consommation des ménages a chuté brutalement au troisième trimestre (dans le sillage des immatriculations). Au vu des immatriculations, des enquêtes auprès des ménages et des entreprises, cet à-coup sera en grande partie gommé au quatrième trimestre, et le pilotage plus restrictif de l'économie danoise n'augure pas d'un retournement récessif, mais plutôt d'une normalisation du rythme de croissance par rapport à la moyenne continentale. On devrait donc assister dans ce pays à un rééquilibrage entre les composantes intérieure et extérieure de la demande, la seconde agissant jusqu'ici négativement sur le PIB à la suite d'un emballement des achats à l'étranger.

Les autres économies européennes, confirment néanmoins la vigueur de leurs performances passées (au nord en particulier) ou le mouvement de reprise engagé en début d'année.

La **Suède** : le redémarrage de la seule économie du nord de l'Europe en panne de croissance (depuis la mi-1995) s'effectue avec une vigueur et une force inattendue, mais ses moteurs du côté de la demande demeurent obscures en raison d'un important poste de résidu statistique. Au second semestre, le PIB a rebondi à un rythme annualisé voisin de 6,5 % tandis que le rythme de la production industrielle dépassait 15 %. Le taux de chômage a reculé de 2,2 points en un an, par rapport à son point

haut de février 1997. Les exportations nettes sont la composante principale de ce retour de croissance. Par contre, les comptes nationaux ne montrent pas encore de net redressement de la demande intérieure. La consommation semble ne se raffermir que légèrement par rapport à l'an dernier (sur un rythme de l'ordre de 2 %, chiffre en ligne avec le volume du commerce de détail), tandis que l'investissement ne fait que récupérer le terrain perdu au premier trimestre sans qu'une tendance haussière ne se dégage franchement. Le ralentissement de la consommation publique réduit d'un demi-point les performances de croissance en moyenne comme en glissement. Les derniers chiffres de PIB ne doivent donc pas faire surestimer le rythme et la vigueur du rebond de croissance. La consommation sera probablement amenée à s'accélérer à court terme, si l'on en croît les récentes performances du commerce de détail en janvier (+ 7,5 % en volume sur un an) et le haut niveau de confiance des consommateurs, ceci bien que le dynamisme des immatriculations automobiles s'érode. Par contre la brutale rechute des mises en chantier en fin d'année devrait peser négativement sur l'investissement. Par ailleurs la contribution extérieure pourrait être moins porteuse dans un proche avenir, compte tenu de l'appréciation du taux de change effectif réel de la couronne suédoise depuis la mi-97, ce dont témoigne déjà la détérioration des carnets de commandes étrangères en début d'année. Aussi dès 1998, un léger rééquilibrage devrait s'opérer en faveur de la demande intérieure, mais autour de rythmes de croissances légèrement inférieurs à la moyenne européenne.

La **Finlande** : la croissance du produit national brut est estimée à 5,9 % pour 1997 après 3,3 % en 1996. Le rythme de croissance s'est nettement accéléré en cours d'année pour avoisiner 8 % au cours du second semestre. Cette performance provient essentiellement du dynamisme de la construction (+ 15 % en moyenne sur 1997) et des exportations (+ 13,5 %). La consommation des ménages évolue par contre à un rythme modéré (+ 3 %), en ligne avec la tendance des salaires horaires (+ 0,7 % sur un an dans l'industrie manufacturière en janvier). Le taux de chômage, à 12, 7 % confirme sa décrue (de près de 3 points sur un an en janvier et de 6 points depuis son point haut du début 1994) et se rapproche de la moyenne de l'UE. La Banque centrale a dès lors été amenée à resserrer légèrement et symboliquement sa politique monétaire fin mars, relevant de 0,15 point, de 3,25 à 3,40 %, son taux d'appel d'offres. La politique budgétaire n'adoptant qu'une orientation faiblement restrictive à travers un ralentissement des dépenses en 1998 comme 1999, il est peu probable que le dynamisme finlandais soit remis en cause. Il devrait avoir un contenu plus important en importations compte tenu du haut degré d'utilisation des capacités.

La **Norvège**, en dehors de l'UE, continue à alimenter la dynamique du nord de l'Europe. L'activité est en apparente modération (3,5 % de croissance en 1997 après 5,3 en 1996). Mais si l'on s'en tient à l'évaluation du PIB continental , c'est à dire hors pétrole, l'économie demeure

installée sur une solide tendance de l'ordre de 4 % l'an en 1996 comme 1997. Le haut degré d'utilisation des capacités alimente un fort flux d'investissement productif des entreprises, auquel s'ajoute une forte reprise de l'investissement résidentiel. Si la consommation paraît marquer le pas en fin d'année, la croissance continue des créations d'emplois au rythme de 3 %, et des gains salariaux réels, de l'ordre de 2,5 % devrait garantir la poursuite de l'expansion de la demande intérieure. Pour l'heure les indicateurs conjoncturels n'indiquent ni emballement (les mises en chantier en particulier se tempèrent, les recettes pétrolières décroissent, et les accords salariaux préviennent les risques d'inflation salariale excessive), ni signe de retournement prononcé. La politique monétaire, et le recyclage sur des placements étrangers du très important excédent budgétaire (supérieur à 7 % en 1997) évitent une appréciation de la couronne malgré le niveau élevé de l'excédent commercial (8 % du PIB en 1997). La baisse des recettes pétrolières devrait néanmoins contribuer à tempérer la croissance, mais la saturation de plus en plus perceptible de l'offre (allongement continu des délais de livraisons, fort courant d'importations) incitent à penser que la Norvège contribuera encore positivement au dynamisme scandinave et européen par un important flux d'importations.

L'**Irlande** connaît depuis quatre ans une période exceptionnelle d'expansion sur des rythmes de croissance voisins ou supérieurs à 7 % (8,6 % en 1997). La production industrielle était installée en fin d'année sur une trajectoire supérieure à 15 % l'an, en accélération par rapport à 1996. Pour l'heure toutes les composantes de la demande demeurent nettement orientées à la hausse, en particulier la consommation, dont le volume des ventes de détail témoigne d'une accélération en cours d'année (glissement annuel supérieur à 10 % en fin d'année, contre 5 % en début d'année). Parallèlement aucun signe de saturation de l'offre n'est décelable à travers les enquêtes sur le taux d'utilisation dans l'industrie, ou l'évolution des prix à la consommation qui s'inscrit dans la moyenne de l'OCDE (+ 1,8 % en janvier). L'accroissement de la population active (immigration et hausse des taux d'activité), atténue les tensions que pourrait susciter un rythme de créations d'emplois voisin de 4 % (5 % dans le secteur manufacturier). L'investissement productif se maintient pour sa part sur une trajectoire supérieure à 15 % l'an. Cet effort d'accumulation entraîne dans son sillage les importations, mais la monté concomitante des exportations en atténue l'effet sur l'excédent commercial, en dépit de la détérioration des termes de l'échange en 1997. Pour l'heure les différentes composantes de la politique économique jouent plutôt de façon pro-cyclique. L'année 1996 s'était soldée par un durcissement des conditions monétaires (appréciation du taux de change effectif et montée des taux courts). Au cours de 1997, les taux longs ont presque entièrement convergé sur les taux allemands tandis que les taux courts se sont stabilisés à 6 % après un dernier resserrement en mai 1997 (de 0,5 point de base). La livre irlandaise n'ayant pas accompa-

gné la hausse du dollar et de la livre britannique, le taux de change effectif réel s'est déprécié de 5 % entre le début et la fin de l'année 1997. L'appréciation du cours pivot de 3 % en mars évitera seulement que la fixation des parités bilatérales des pays incorporés dans l'euro en mai n'entraîne une dépréciation trop conséquente. Du côté de la politique budgétaire, l'apparition d'un léger excédent des administrations publiques en 1998 et 1999 relève de facteurs conjoncturels. La progression des dépenses inférieure au PIB a pour contrepartie un allégement de l'imposition sur les revenus, et au total, l'action discrétionnaire de l'Etat est expansive. L'Irlande se retrouvera donc confrontée l'an prochain au pilotage des risques de surchauffe. L'emballement du rythme de croissance des crédits au secteur privé (+ 24,4 % de glissement annuel en janvier 1998, + 15 % en 1996 et 12 % en 1995) incite, compte tenu des contraintes associées à l'euro (le taux court devra baisser en 1998), à mobiliser l'instrument budgétaire pour tempérer la croissance. Pour l'heure, la politique budgétaire n'en prend pas le chemin et l'on peut supposer qu'un scénario inflationniste et de résorption de l'excédent courant n'est pas à exclure à terme.

Les **Pays-Bas** affichent en 1997 une croissance de 3,3 % comme en 1996. Les fortes créations d'emplois (3,4 %) ont renforcé la confiance des consommateurs d'autant que la qualité des contrats de travail s'améliore : sur 200 000 créations d'emplois les trois quart sont des contrats de travail traditionnels. La consommation est ainsi plus ferme qu'en 1996 et s'accélère en fin d'année(+ 3,1 %). La hausse des prix de l'immobilier et la baisse des taux nominaux (fort développement du crédit immobilier) ont alimenté un important courant d'investissement résidentiel (+ 6,8 %). L'investissement productif confirme aussi la reprise de l'an dernier (+ 5,2 % après 12 % en 1996). Dans un contexte de croissance européenne plus favorable, cet enchaînement vertueux devrait perdurer au cours des deux années qui viennent.

L'**Espagne**, avec 3,4 % de croissance au lieu de 2,3 % en 1996, obtient sa meilleure performance depuis les années quatre-vingt. La croissance est repartie sur une base financièrement équilibrée (faible inflation, excédent courant) et nourrit d'importantes créations d'emplois. Toutes les composantes de la demande intérieure, consommation, investissement en biens d'équipement (12,1 % en glissement au dernier trimestre) et en construction sont actuellement bien orientées, tandis que les exportations nettes contribuent de moins en moins à la performance hispanique. Dès lors le chômage est en net recul, de 1,4 point au quatrième trimestre sur un an. Le boom des mises en chantier dans le logement depuis le printemps de l'an dernier, que suscite la forte décrue des taux nominaux à court et long terme, promet une forte contribution de la construction à la croissance de l'an prochain. La consommation devrait par ailleurs continuer à être stimulée par l'important flux de créations d'emplois (de l'ordre de 3 % l'an) et la baisse induite du chômage. L'orientation très

légèrement expansive de la politique budgétaire contribuera également à la consolidation du dynamisme espagnol.

En définitive, le degré de forte synchronisation constaté en milieu d'année ne devrait pas être profondément remis en cause, même s'il exacerbera les risques de surchauffe dans certaines régions d'Europe. Parmi les économies périphériques, leaders des dernières années, notamment en Europe du nord, l'absence de mise en œuvre de politique de freinage (hormis au Danemark) devrait les amener à maintenir leur impulsion motrice sur le reste de l'Europe, mais au détriment de leur équilibre des comptes courants. Le même constat peut être fait pour l'Irlande. Le scénario de croissance synchrone repose principalement sur une consolidation de la reprise, encore mal assurée, de la demande intérieure en Allemagne, en Italie et en Suède. Il coexistera avec des degrés différenciés de tension sur l'offre.

Allemagne : le retour de la demande intérieure

Consolidation de la reprise allemande en 1997...

Si l'on fait abstraction des effets de calendrier qui ont gonflé la production au début de l'été, l'année 1997 aura été marquée par une consolidation de la reprise de l'économie allemande. La production industrielle hors bâtiment croît en moyenne depuis le premier trimestre à un rythme de 1 % par trimestre ; sa croissance a été particulièrement vigoureuse en janvier 1998 (+ 2,1 % par rapport à décembre). Le recul de l'activité dans le secteur du bâtiment est plus marqué à l'est qu'à l'Ouest et masque la bonne tenue du secteur manufacturier dans les nouveaux Länder ; celui-ci a pleinement profité de la reprise de l'activité à l'Ouest : l'indice de production industrielle a progressé de 4 % dans l'ensemble de l'Allemagne en 1997, de 3,2 % dans les anciens Länder, de 7 % dans les nouveaux Länder, soit la croissance la plus forte à l'est depuis 1994. En décembre 1997, les carnets de commandes des entreprises du secteur manufacturier représentaient trois mois de production, soit leur niveau le plus élevé depuis 1991. La bonne tenue de l'activité tire vers le haut le taux d'utilisation des capacités de production à l'Ouest. Si l'on fait abstraction du boom de la réunification, il a même atteint en décembre 1997 son point maximum des vingt dernières années. Ces fortes tensions sur les capacités de production manufacturières à l'Ouest sont consécutives à la faiblesse de l'accumulation du secteur manufacturier au cours des dernières années. (+ 4 % en 1997 pour l'investissement, après la faible progression de 1 % en 1996), qui n'a pas été compensée, à la différence de la France, par une amélioration de la productivité ou de la durée

d'utilisation du capital. Ce butoir actuel sur les capacités de production à l'Ouest offre des débouchés aux nouvelles unités de production implantées à l'Est. La vigueur des commandes intérieures (c'est-à-dire provenant de l'Allemagne dans son ensemble) adressées aux entreprises manufacturières des nouveaux Länder en témoigne d'autant plus qu'elle peut difficilement être imputée à une hypothétique vigueur de la demande à l'Est, fortement handicapée par le recul de l'activité dans le secteur du bâtiment, qui pèse sur l'évolution des revenus et de l'emploi.

Le plafonnement des commandes intérieures adressées au secteur manufacturier de l'Allemagne réunifiée dans le courant du second semestre 1997 témoigne cependant toujours de la faiblesse de la demande intérieure, à l'exception de la formation des stocks. Pour une part, cette évolution est imputable aux effets de calendrier et explique le ralentissement de la croissance tant de la production industrielle que du PIB au quatrième trimestre (+ 0,3 % pour le PIB, après 0,7 % au troisième trimestre). Mais elle reflète surtout la faiblesse de la consommation privée des ménages (+ 0,3 % en 1997), que la reprise de l'investissement en équipements ne parvient pas à compenser.

Deux facteurs se sont conjugués. Le recul de l'emploi s'est accéléré en 1997, principalement sous l'effet des fortes suppressions d'emploi dans le bâtiment (– 7 % en 1997). Dans les anciens Länder, l'emploi dans les autres secteurs s'est cependant stabilisé depuis le milieu de l'année. La situation est plus défavorable dans les nouveaux Länder, où le recul du bâtiment entraîne avec lui un certain nombre de services. La faiblesse des hausses salariales conventionnelles (+ 1,5 % à l'Ouest, + 2,7 % à l'Est) a été amplifiée par les nouvelles réglementations tarifaires sur le paiement des indemnités de congés maladie. La plupart des branches ont en effet conclu des accords sur le maintien à 100 % des indemnités des congés maladie, mais ont en contrepartie négocié une réduction des primes et des indemnités de congés payés et de Noël. Dans le secteur métallurgique, les primes, qui représentent de 25 à 55 % du salaire mensuel, ont été réduites de 5 % et les heures supplémentaires ne sont plus prises en compte pour leur calcul. Dans la chimie, l'industrie du papier, l'imprimerie, elles sont passées de 100 à 95 % d'un mois de salaire. Sur l'année, ces réductions de primes peuvent amputer les salaires de plus de 0,4 %. C'est donc au prix d'une réduction du taux d'épargne de 0,4 point, malgré la hausse du taux de chômage, que les ménages allemands ont pu maintenir une légère progression de leurs dépenses de consommation.

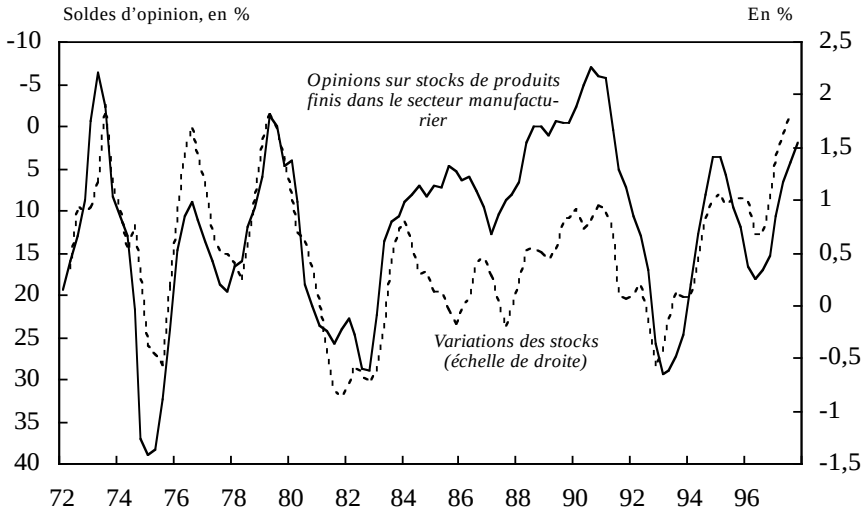
... impulsée par les stocks et les exportations...

La faiblesse de la consommation et de l'investissement total, tiré vers le bas par le bâtiment, a fait reposer l'essentiel de la croissance sur les

exportations et la formation des stocks : sur 2,3 points de croissance du PIB sur l'ensemble de l'année 1997, le commerce extérieur en explique 1 point et les variations de stocks 1,1 point. Il est habituel de constater en Allemagne un mouvement de reconstitution des stocks ample et rapide lors des phases de reprise (graphique 17), mais aussi une normalisation ultérieure qui laisse la place aux autres composantes de la demande. L'ampleur des variations de stocks en 1997 soulève cependant certaines interrogations. Il n'est tout d'abord pas exclu qu'une part des variations des stocks en comptabilité nationale, notamment au quatrième trimestre, résulte d'incertitudes statistiques qui se retrouveront ultérieurement dans d'autres composantes de la demande. Pour 1994, les comptes nationaux donnaient ainsi initialement des variations de stocks supérieures de 0,3 point de PIB aux comptes définitifs. Ces corrections atténueraient l'ampleur des reconstitutions de stocks, mais ne l'annuleraient pas. Pour une part, ces stocks sont désirés. Dans le secteur manufacturier, les soldes d'opinion se sont améliorés de façon quasi continue depuis l'automne 1996, mais une certaine stabilisation se fait sentir dans l'Allemagne réunifiée depuis le début du quatrième trimestre (graphique 18). En revanche, les soldes d'opinion ont eu tendance à se dégrader en 1997 dans le commerce de détail, de manière continue pour les biens de consommation non durables, depuis le milieu de l'année pour les biens de consommation durables (en phase avec le recul de la consommation). Dans le secteur alimentaire, ils se sont en revanche améliorés en fin d'année. Ces différents éléments plaident pour une certaine normalisation des stocks au cours des prochains mois. Un regain de consommation aidé par les achats d'anticipation liés à la hausse de TVA du 1er avril devrait permettre d'écluser les stocks excédentaires dans le commerce de détail, tandis que les augmentations de stocks devraient se ralentir dans le secteur manufacturier dans le courant de l'année.

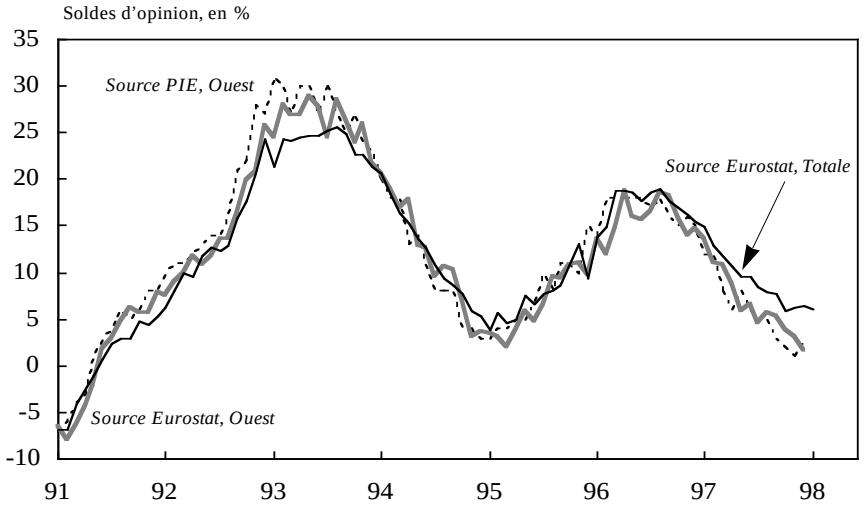
L'évolution des prochains mois dépend pour beaucoup du relais que pourront prendre les autres composantes de la demande intérieure. Les effets de la crise asiatique commencent en effet à se faire sentir sur les commandes étrangères adressées au secteur manufacturier, dont la progression marque un certain coup d'arrêt depuis octobre et qui va au delà d'une correction des très fortes progressions observées en juillet et en août. Ce ralentissement devrait se répercuter sur le rythme de croissance des exportations vers le milieu de l'année 1998 (tableaux 21 et 22). L'essentiel des gains de compétitivité et de parts de marché a été acquis en 1997 et la progression des exportations de l'Allemagne devrait être freinée en 1998 par le ralentissement de la croissance des débouchés que par la détérioration de sa compétitivité induite par la forte dépréciation des monnaies asiatiques. L'Allemagne devrait cependant tirer parti de la reprise du cycle d'investissement eu Europe.

17. Allemagne : opinions sur stocks de produits finis dans le secteur manufacturier et variations des stocks en pourcentage du PIB



Sources : IFO, Bundesbank, calculs OFCE.

18. Allemagne : soldes d'opinions sur les stocks de produits finis dans le secteur manufacturier



Sources : OCDE, Eurostat.

21. Allemagne

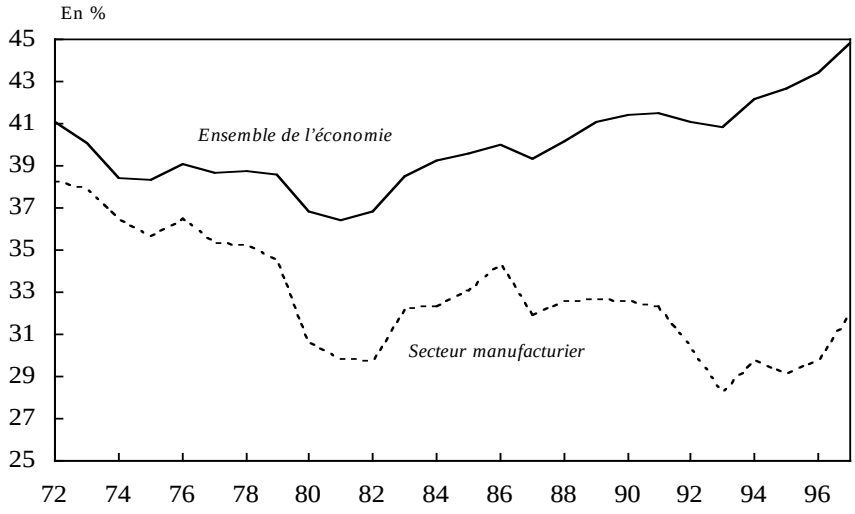
	1996	1997	1998	1999
PIB total Allemagne (1)	1,4	2,4	2,8	2,8
Importations (1)	2,7	7,0	6,8	6,3
Consommation des ménages (1)	1,5	0,5	2,7	2,9
Consommation finale des administrations (1)	1,8	1,3	0,2	0,3
FBCF totale (1)	– 1,2	0,1	3,0	3,6
dont FBCF productive marchande (1)	– 0,8	1,4	5,8	5,9
Exportations (1)	4,6	12,3	9,8	6,4
Emploi total (1)	– 1,2	– 1,4	0,1	0,5
Population active (1)	– 0,2	– 0,1	– 0,4	– 0,3
Taux de chômage (en %)	10,3	11,6	11,3	10,7
Prix du PIB (1)	1,0	0,6	1,6	1,2
Prix de la consommation (1)	1,8	2,0	1,2	1,4
Productivité du travail marchand (1)	3,2	4,7	3,0	2,4
Taux de marge des entreprises (en %)	48,6	49,9	50,6	50,2
Pouvoir d'achat du salaire brut par tête (1)	0,3	– 0,5	0,9	1,6
Pouvoir d'achat du revenu disponible (1)	1,6	– 0,2	2,5	2,4
Taux d'épargne (en %)	11,7	11,1	10,9	10,6
Capacité de financement des administrations (2)	– 3,5	– 2,9	– 2,4	– 1,7
Taux de prélèvements obligatoires (en %)	38,9	39,0	38,9	39,0
Solde des paiements courants (2)	– 0,5	0,0	0,8	1,6

(1) Taux de croissance.
(2) Pourcentage du PIB.
Source : modèle MIMOSA, OFCE.

... puis par la consommation et l'investissement

Plusieurs éléments plaident en faveur d'une reprise de l'investissement en équipement en 1998. La forte progression des commandes intérieures en biens d'équipement en janvier confirme l'amélioration des intentions d'investissement constatée dans l'enquête d'automne de l'IFO (+ 7 % d'investissement en valeur en 1998, après + 4 % en 1997 dans le secteur manufacturier). Le redressement du taux de marge des entreprises manufacturières engagé en 1997 (graphique 19), le recul des taux d'intérêt longs et la reprise de la consommation attendue pour 1998 (cf. plus loin) créent des conditions favorables à une reprise franche des dépenses d'investissement. Les coûts consentis en termes d'emploi et de salaires auront cependant sérieusement handicapé la demande intérieure en 1997 : le recul des coûts unitaires de plus de 3 % dans le secteur manufacturier en 1997 a en effet été acquis grâce à d'amples gains de productivité (supérieurs à 4,5 % en valeur ajoutée horaire) et de très faibles progressions salariales (1,8 % dans le secteur manufacturier).

19. Allemagne : taux de marge dans les anciens Länder, secteur manufacturier et ensemble de l'économie

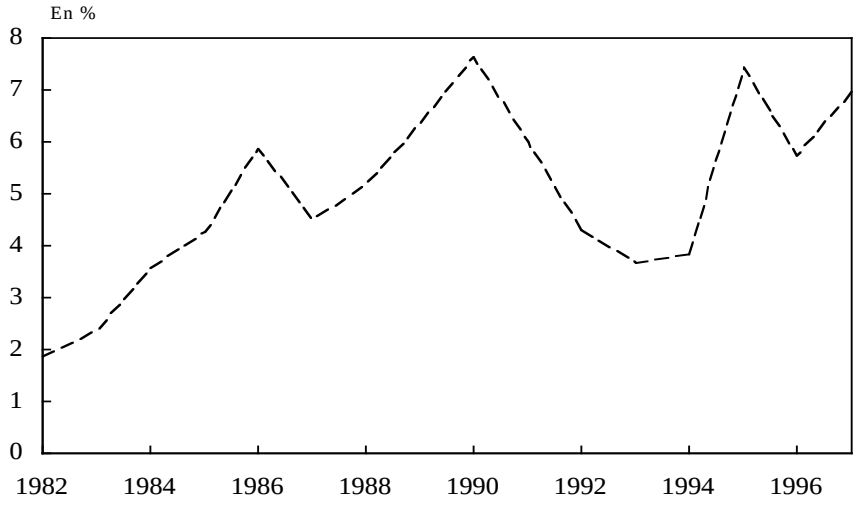


Source : Statistisches Bundesamt.

Plusieurs éléments ont depuis 1994 freiné le redressement du taux de marge des entreprises manufacturières, qui a sans doute contribué au maintien à un niveau élevé des flux bruts d'investissement directs à l'étranger depuis 1995 (graphique 20). Le passage aux 36 heures en 1993, puis aux 35 heures en octobre 1995 explique une part des gains de productivité horaire constatée depuis la fin 1992. L'accélération des gains de productivité par tête observée depuis 1992 (4 % par an sur 1992/1997

contre 2,3 % par an dans les années quatre-vingt pour la production par tête) est cependant nette, mais l'industrie allemande n'a pas été la seule à réaliser de forts gains de productivité : le rattrapage vis-à-vis de la France est resté particulièrement limité pour la productivité horaire. Les hausses de taux de cotisations sociales (les taux légaux ont progressé de 2,7 points entre 1994 et 1997, partagés pour moitié entre employeurs et salariés) ont majoré la progression des rémunérations par tête par rapport à celle des salaires bruts d'en moyenne 0,4 % par an depuis 1994. Le recul du taux de change effectif depuis le printemps 1995 a atténué la pression sur les prix, notamment vis-à-vis des pays d'Europe du Sud, mais les prix allemands restent surévalués de 8 % par rapport aux prix français lorsqu'on les mesure sur la base des parités de prix de production (il reste que la prime à la qualité des produits allemands justifie une part de ces écarts de prix). La hausse du prix des matières premières de 1996 a enfin pesé sur les prix de valeur ajoutée en 1997 : ceux-ci ont reculé de 0,2 % dans le secteur manufacturier.

20. Allemagne : flux d'investissements directs en pourcentage des investissements totaux nationaux



Source : Bundesbank.

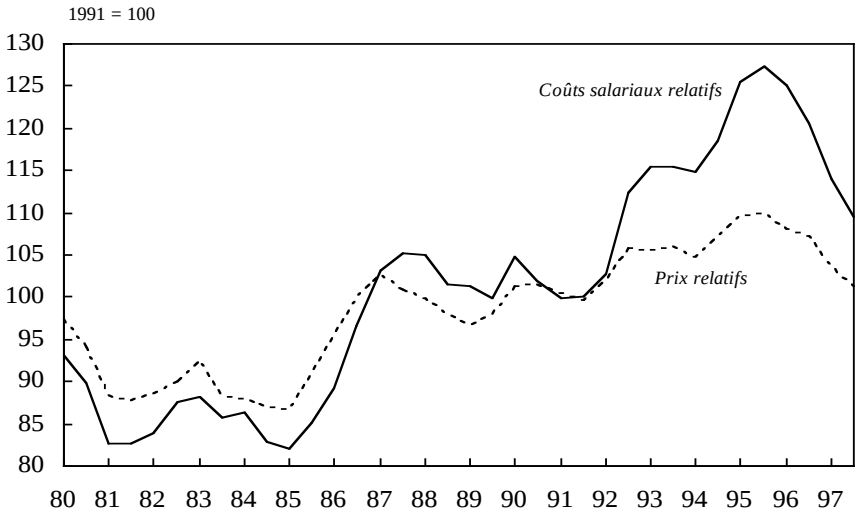
Les efforts de productivité réalisés par l'industrie manufacturière ont eu pour principal effet de redresser la compétitivité-coût de l'Allemagne. Depuis 1995, les coûts salariaux unitaires relatifs de l'Allemagne diminuent en monnaie nationale par rapport à ses partenaires, ce qui a renforcé l'effet du recul du taux de change effectif du DM (graphique 21). Cet effet se fait notamment sentir vis-à-vis de la France. En monnaie nationale, les coûts salariaux par unité de valeur ajoutée ont reculé de 2 % entre 1995 et 1997 dans le secteur manufacturier en France, de 3 % en Allemagne. L'effort de marge nécessaire s'en trouve d'autant réduit

et devrait déboucher sur un certain ralentissement du rythme des gains de productivité du secteur manufacturier. En 1998, la détérioration de la compétitivité relative de l'Allemagne devrait en outre être en partie compensée par la chute du prix des matières premières énergétiques et industrielles.

Les gains de productivité des branches marchandes hors industrie ont par ailleurs été tirés vers le haut en 1997 par les ajustements d'emploi dans le bâtiment. Cet effet devrait s'atténuer dans les anciens Länder en 1998, où le point bas dans le bâtiment est en voie d'être dépassé. Les permis de construire se redressent à l'Ouest dans le résidentiel depuis le début de 1997 et cessent de reculer depuis le milieu de l'année 1997 dans le bâtiment industriel et commercial. Jointes à l'amélioration de la situation du secteur manufacturier, ces évolutions devraient jouer en faveur de l'emploi en 1998. La situation est en revanche moins brillante à l'Est. Le poids du bâtiment y est trois fois plus élevé qu'à l'Ouest tant dans la valeur ajoutée (17 % à l'Est, 5 % à l'Ouest en 1996) que dans l'emploi (17 % à l'Est, 6,5 % à l'Ouest en 1996) et le retour à des amortissements moins exceptionnels dans le logement neuf (passés de 50 % à 25 % en 1997, mais dont certaines entreprises ont continué de bénéficier l'année dernière) va peser en 1998 sur l'activité et l'emploi.

Les perspectives d'évolution de la consommation sont cependant nettement plus favorables en 1998 qu'en 1997. L'emploi devrait cesser de reculer en 1998; les négociations salariales se sont soldées par des augmentations des salaires conventionnels de 2,5 % en glissement; l'impact

21. Allemagne : coûts salariaux relatifs et prix relatifs à l'exportation en monnaie commune dans le secteur manufacturier



Source : OCDE.

de la crise asiatique sur les prix à l'importation se soldera par des gains de pouvoir d'achat supplémentaires pour les ménages. Les anticipations de prix se sont inversées depuis quelques mois. Les prix à la consommation répercutent assez rapidement la variation des prix à l'importation. En 1996, cet effet a contribué à maintenir le glissement annuel des prix à la consommation hors énergie à 1,5 %. Le relèvement des taxes indirectes intervenu à la mi-1997 (relèvement de la vignette automobile, du prix des médicaments et de la redevance télévision) a relevé de 0,2 point le glissement annuel des prix, les hausses du prix de l'énergie de 1996 ont relevé le glissement sur les prix à la consommation de 0,1 point sur le premier semestre 1997. En août 1997, le glissement annuel des prix dépassait en Allemagne le seuil des 2 %.

Depuis le mois de septembre, la chute du prix du pétrole et la remontée du taux de change effectif du DM jouent en sens inverse. En janvier 1998, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation hors énergie était de 1,5 %, (de 1,3 % en incluant l'énergie) ; en février, le recul du prix des importations a ramené le glissement annuel à 1 % et les prix ont baissé en février. Cette situation pourrait être inversée assez rapidement si l'on tient compte du relèvement attendu des prix du pétrole, mais elle devrait déboucher sur une inflation très modérée en 1998. L'impact sur la consommation du relèvement du taux normal de TVA (de 15 à 16 %, soit + 0,3 point sur les prix) au 1er avril sera en outre compensé par la réduction de deux points de la surtaxe de solidarité et le relèvement du revenu minimum imposable. Ces différents éléments plaident pour un regain de la consommation en 1998, d'autant que la réduction attendue du taux de chômage, déjà enclenchée depuis le mois de janvier (le taux de chômage est passé de 11.8 % à 11.5 % dans l'ensemble de l'Allemagne entre décembre et février) se répercutera sur le taux d'épargne. Les bons résultats budgétaires de 1997 devraient par ailleurs permettre à l'Allemagne de maintenir un déficit budgétaire inférieur à 3 % sans effort supplémentaire sur les dépenses en cours d'année. Fiscalement neutre, la politique budgétaire restera cependant légèrement restrictive sur le plan des dépenses publiques en 1998. La reprise de la demande intérieure (à l'exception non négligeable du bâtiment à l'Est) devrait permettre à l'Allemagne de connaître un taux de croissance de 2,8 % en 1998, en léger retrait par rapport à la France.

Italie : dans la botte

Pour l'Italie, 1997 restera une année d'efforts et de succès. La principale satisfaction est évidemment la réalisation des objectifs budgétaires du gouvernement, qui ouvrent la porte de l'UEM. La réintégration de la lire dans le SME fut également une victoire politique difficile à obtenir, mais établissant la reconnaissance en l'efficacité et la crédibilité de la politique monétaire, et plus largement de la politique économique, italienne. Enfin, l'activité a repris dans le courant de l'année 1997, la croissance atteignant 1,5 % en moyenne annuelle, ce qui est médiocre, mais 2,8 % en glissement, chiffre inespéré compte tenu des défis que l'Italie devait affronter.

Contre toute attente c'est la demande intérieure qui a soutenu cette croissance. Le taux de change de la lire s'était fortement apprécié en 1995 et 1996 pour se stabiliser à un niveau proche de son cours pivot, 1DM =990 lires, depuis le début de 1997. Aussi, la croissance italienne a-t-elle été nettement moins impulsée que celle de ses partenaires par la demande extérieure : la contribution de l'extérieur est de – 0,8 % en glissement annuel en 1997. Par contre, l'Italie a bénéficié d'une forte baisse de ses taux d'intérêt : le taux court est passé de 7,6 %, fin 1996, à 6 % en fin d'année 1997; le taux long de 7,3 à 5,4 %. La consommation, (+ 1,9 %), et dans une moindre mesure l'investissement (+ 0,4 %), ont été les principaux stimulants de la croissance, et ce en dépit de l'accroissement considérable de la pression fiscale (le taux de prélèvement obligatoire est passé de 40,4 % à 42,5 % du PIB en 1997), et d'une contraction budgétaire sans précédent : l'effort budgétaire réalisé peut être évalué à 2,7 points de PIB. C'est pourquoi la reprise devrait encore s'affirmer l'année prochaine, puisque les facteurs qui l'ont soutenue cette année dans l'adversité, ne semblent pas devoir se retourner, et que les facteurs défavorables vont s'estompant. La désinflation italienne a été très forte : le taux d'inflation est passé de 3,8 % en 1996 à 1,6 % en 1997, en raison notamment de la faible croissance et du niveau élevé du taux de change, mais aussi du fait des réformes passées. Le point négatif reste bien sûr la stabilisation du chômage à un niveau très élevé, 12,3 %.

L'évolution du déficit public a été plus favorable que prévu : plus favorable que le consensus très pessimiste des prévisions du début de 1997 (supérieur à 4 %), mais aussi que les prévisions gouvernementales, qui se situaient entre 3 % et 3,5 %. La croissance plus vive qu'anticipé, ainsi que la gestion extrêmement rigoureuse des dépenses publiques, ont permis d'aboutir à un déficit de seulement 2,7 % du PIB en 1997.

A court terme la croissance italienne pourrait atteindre 2,8 % en 1998, c'est-à-dire retrouver une ampleur comparable au rebond de 3 % observé en 1995 (tableau 23). Ce dernier était cependant largement impulsé par l'extérieur, dans la mesure où la lire, qui faisait l'objet d'une

importante défiance, était très faible au détriment de la demande intérieure, qui subissait la rigueur des politiques monétaire et budgétaire.

Si en 1998 la stabilité du taux de change n'apportera pas de gains considérables en provenance de l'extérieur, la détente de la politique économique permettra de consolider le mouvement de reprise de demande intérieure observé depuis plusieurs mois, tendance qui se prolongerait en 1999, année où le PIB croîtrait de 3,2 %.

23. Italie

	1996	1997	1998	1999
PIB total (1)	0,7	1,3	2,7	3,1
Importations (1)	– 2,6	10,2	6,0	5,1
Consommation des ménages (1)	0,8	1,9	1,7	2,4
Consommation finale des administrations (1)	0,4	– 0,1	0,3	0,7
FBCF totale (1)	1,2	0,4	6,1	7,7
dont FBCF productive marchande (1)	2,6	1,1	8,0	9,6
Exportations (1)	– 0,3	5,7	6,9	4,7
Emploi total (1)	0,2	– 0,1	0,6	0,4
Population active (1)	0,1	0,2	0,2	0,2
Taux de chômage (en %)	12,2	12,3	12,1	12,2
Prix du PIB (1)	5,1	2,8	2,1	1,4
Prix de la consommation (1)	4,5	2,4	1,9	1,6
Productivité du travail marchand (1)	1,3	1,4	2,3	3,2
Taux de marge des entreprises (en %)	62,8	62,5	62,7	63,2
Pouvoir d'achat du salaire brut par tête (1)	11,5	3,4	2,5	3,5
Pouvoir d'achat du revenu disponible (1)	0,3	1,1	1,8	2,5
Taux d'épargne (en %)	13,0	10,7	11,0	11,4
Capacité de financement des administrations (2)	– 6,7	– 2,9	– 2,5	– 2,2
Dette / PIB	105,9	104,6	102,8	101,2
Taux de prélèvements obligatoires, (en %)	40,4	42,5	42,0	41,8
Solde des paiements courants (2)	– 3,5	– 3,7	– 4,8	– 5,2

(1) Taux de croissance.
(2) Pourcentage du PIB.
Source : modèle MIMOSA, OFCE.

Les paramètres de la demande intérieure sont en effet bien orientés : la confiance des ménages est élevée, les carnets de commande et les anticipations des entreprises favorables. Les bénéfices de la baisse des taux enregistrée en 1997 se feront sentir. L'entrée dans l'UEM devrait encore permettre une baisse de 1,6 point du taux court. L'effet sur l'activité, et surtout l'investissement, ne peut qu'être bénéfique, d'autant que 1999 marquerait une stabilisation de cet environnement monétaire.

En raison de la croissance soutenue de l'activité, la politique budgétaire n'aura qu'un effet restrictif marginal : les économies votées représentent 1,2 point de PIB, réparti entre réductions de dépenses et accentuation des recettes. Cependant, ce sont surtout les mesures structurelles mises en œuvre au cours des années récentes qui produisent leur effet, surtout lorsque la croissance est forte. Par ailleurs, la baisse des taux d'intérêt fait décroître la charge de la dette d'environ 1,5 point de PIB au cours des deux années de notre projection. Dans le cadre de l'harmonisation européenne, les recettes de TVA augmenteront en raison de la suppression du taux intermédiaire de 16 %, les prélèvements sur les produits concernés passant soit au taux normal de 20 % soit au taux réduit de 10 %. Les finances publiques sont assainies et, dans cette conjoncture, la politique budgétaire retrouvera des marges de manœuvre, et ne pèsera pas sur la croissance.

Les ménages bénéficieraient d'un regain de pouvoir d'achat : 1,9 % en 1998, 2,6 % en 1999 après une baisse de 0,6 % en 1996. Même si le pouvoir d'achat du RDB sera affecté par la décrue des revenus d'intérêts, les impôts directs pèseront relativement moins qu'au cours des années passées. Surtout, les salaires devraient progresser sensiblement, à la fois en raison de rattrapages, mais aussi de bonus liés au surcroît d'activité (heures supplémentaires et primes). La hausse du pouvoir d'achat des salaires mettrait fin à quatre années consécutives de baisse. Les progressions salariales devraient toutefois demeurer raisonnables, du fait de faibles anticipations d'inflation. En effet la hausse des prix devrait être de 1,8 % en 1998, notamment en raison de la hausse de TVA prévue à la mi-année, mais redescendre à 1,6 % en 1999. La consommation avait bénéficié en 1997 d'une forte baisse du taux d'épargne des ménages (1,3 point), réaction normale à la hausse des impôts; elle progresserait de 1,7 % en 1998, puis de 2,4 %, s'accompagnant d'une légère remontée du taux d'épargne.

Encouragées par ce climat favorable et par la baisse des taux d'intérêt, les entreprises, dont les carnets de commande (internes ou à l'exportation) sont remplis, devraient recommencer d'investir. Quelle que soit la branche considérée, les taux d'utilisation des équipements ont dépassé en 1997 le précédent point haut de 1995, et retrouvé des niveaux comparables à ceux de la fin de 1990. La tendance ascendante des carnets de commande de biens d'investissement témoigne d'une reprise rapide et soutenue des investissements : la FBCF totale croîtrait ainsi de 6,3 % en

1998, puis de 8 % en 1999. La baisse des taux d'intérêt ne peut que favoriser le mouvement.

A court terme, en raison de la poursuite des gains de productivité en phase de reprise, l'emploi ne devrait que faiblement progresser : 0,5 % en moyenne en 1998 et 1999. La baisse des recours à la *Cassa Integrazione*, est important, et n'induirait dans un premier temps qu'un recul de 0,2 point du taux de chômage. Les délais des effets de la croissance sur l'emploi seraient importants, empêchant ainsi le taux de chômage de descendre en dessous de 12 % à l'horizon de notre prévision.

Le déficit public devrait encore se réduire. Les prévisions gouvernementales sont fondées sur une croissance de 2,3 %, inférieure à celle que nous anticipons d'environ un demi point de PIB. Aussi est-il probable que les comptes publics, portés par la croissance, et bénéficiant des surajustements réalisés ces dernières années (au regard du déficit structurel), afficheront des résultats probants. C'est pourquoi le déficit, de 2,5 % du PIB en 1998, se réduirait encore à moins de 2,2 % en 1999, compte tenu du contexte de croissance et des conditions monétaires favorables retenues dans le compte central. La dette publique commencerait alors à se réduire (– 3,4 points de PIB de 1997 à 1999).

Les deux années qui viennent devraient donc marquer un retour de la croissance en Italie. Les ajustements coûteux qui ont été réalisés porteraient donc leurs fruits : les finances publiques seraient assainies et l'Italie sera un des membres fondateurs de l'UEM, ce qui était l'objectif poursuivi. Un problème demeurerait cependant sur le front de l'emploi, qui tardera à tirer les bénéfices de la reprise.

Royaume-Uni : un certain décalage...

Le décalage conjoncturel du Royaume-Uni par rapport au reste de l'Europe persiste. Depuis 1993, la croissance y apparaît supérieure (3 % durant les cinq dernières années contre 1,9 % dans l'UE). A l'inverse de ses partenaires continentaux, le Royaume-Uni devrait connaître un ralentissement en 1998 et 1999 dû principalement à la dégradation du commerce extérieur. A plus long terme, les perspectives sont plus favorables, en raison d'un potentiel de baisse des taux d'intérêt et de repli de la livre sterling.

1997 : au sommet du cycle

En 1997 l'économie britannique a affiché de très bonnes performances. La croissance a avoisiné 3,5 %, le taux de chômage [1] est tombé à 5 % en décembre et l'inflation, mesurée par l'indice des prix de détail hors prise en compte des intérêts hypothécaires, a atteint 2,7 % en fin d'année. En dépit de la forte hausse de la livre (+ 30 % en deux ans face au DM), les exportations ont continué de croître à un rythme soutenu (+ 7,6 %).

Le ralentissement semble en cours : au quatrième trimestre 1997 le PIB a crû de 0,4 % contre 0,8 % au trimestre précédent. Les indicateurs conjoncturels disponibles sont cependant contrastés. D'une part l'investissement et la production industrielle ont reculé au cours des derniers mois, tandis que les carnets de commande à l'exportation sont dégradés depuis plusieurs mois. Cette dégradation commence à être perceptible dans les statistiques de ventes à l'étranger ; la balance courante s'est dégradée : au prix de 1990, le déficit courant atteint 3 milliards de livres sterling au quatrième trimestre 1997 contre 1,5 au second. D'un autre côté la hausse des crédits à la consommation et la vigueur des ventes au détail au cours des derniers mois indiquent une consommation toujours dynamique. Les dépenses des ménages sont soutenues par des salaires en accélération : le taux de croissance des salaires s'élève fin 1997 à 4,75 % contre 4,25 % en milieu d'année. L'indicateur de climat de confiance des consommateurs reste à un haut niveau (la baisse accusée en janvier a été corrigée en février). Les tendances en cours sont moins favorables en ce qui concerne l'investissement logement. Au second semestre 1997, les souscriptions de crédit et les engagements pour achats de logements neufs auprès des *building societies* ont reculé.

La divergence entre une demande interne dynamique et une demande externe affaiblie se traduit au début de 1998 par un fort contraste sectoriel entre une industrie manufacturière au seuil de la récession et un secteur des services dont l'activité demeure très soutenue.

Vigilance monétaire

Deux décisions, annoncées dans les premiers mois du gouvernement Blair, ont modifié le cadre de la politique monétaire. Les nouveaux statut et rôle de la Banque d'Angleterre ont été précisés. La Banque d'Angleterre devient « opérationnellement indépendante » pour la mise en oeuvre de la politique monétaire. Les décisions en matière de fixation des taux directeurs sont prises mensuellement par un Comité de la

1. mesuré par la statistique des demandeurs d'emploi. A partir d'avril 1998, la mesure du taux de chômage au sens du BIT (6,6 % en décembre 1997) sera disponible mensuellement.

Politique Monétaire (MPC), composé de neuf membres [2]. Le gouvernement demeure responsable de la fixation des objectifs : la cible fixée est une croissance de 2,5 % de l'indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires. Face à la vigueur de la croissance et à une évolution de l'indice des prix légèrement supérieure à l'objectif le MPC a mené depuis le printemps une politique restrictive. Dans une logique de conquête de crédibilité, le taux de base a été relevé progressivement, par pas de 0,25 point, de 6 % en avril jusqu'à 7,25 % en décembre. Le taux de base est demeuré inchangé de janvier à mars malgré les anticipations d'un nouveau resserrement. Une hausse de taux d'intérêt d'un quart à un demi-point dans les prochains mois n'est toutefois pas exclue, si l'évolution des salaires confirme sa vigueur.

En ce qui concerne l'UEM, le Chancelier Gordon Brown a indiqué en octobre que le Royaume-Uni n'y participerait pas avant la prochaine législature (soit pas avant 2002). Le Royaume-Uni ne participera pas au SME-bis mais entend être prêt à une éventuelle entrée dans l'UEM à l'horizon 2002. Il prendra alors la décision en fonction de son intérêt économique après examen de plusieurs critères : convergence des positions conjoncturelles, degré de flexibilité atteint par les marchés du travail et des biens (afin de supporter les contraintes liées à l'UEM), intérêt du secteur financier, gains intrinsèques de l'UEM en termes de stabilité de l'environnement macroéconomique.

Les deux facettes de la politique monétaire sont difficiles à concilier. La participation à l'UEM exige la convergence des taux d'intérêt. Or le *Monetary Policy Comitee* maintient pour des raisons conjoncturelles des taux d'intérêt qui sont actuellement de 4 points supérieurs aux taux allemands. Un symptôme de cette contradiction est l'inversion de la courbe des taux. Avec la baisse à 6 % des taux longs, l'écart entre taux long et taux court est ainsi passé de 1,5 point en 1995 à – 1,5 actuellement. Ce profil s'explique par l'anticipation d'un relâchement futur de la politique monétaire et d'une convergence des taux britanniques vers les taux de l'euro.

A l'horizon de la fin de l'année un retournement de l'orientation de la politique monétaire est probable ; la baisse des taux d'intérêt devrait se poursuivre tendanciellement à partir de 1999. Nous retenons un taux court de 7,3 % en moyenne annuelle en 1998 et 6,9 % en 1999. En ligne avec ce scénario notre prévision incorpore une baisse de la livre à 2,75 DM début 1999 et 2,60 DM fin 1999. Ce taux correspond à celui généralement envisagé pour l'entrée de la livre dans l'UEM.

2. Le Gouverneur, quatre économistes nommés par le Chancelier de l'Echiquier, quatre directeurs de la Banque.

Budget : une rigueur sélective

L'horizon de la politique budgétaire est dégagé. La bonne tenue de la croissance a permis de ramener à 3,0 % du PIB le PSBR (Public Sector Borrowing Requirement, encadré 4) pour l'année fiscale 1996-97 et selon les prévisions du Trésor 1,2 % pour 1997-98 (soit en critères de Maastricht, 4,0 % et 1,5 % du PIB).

4. Les mesures du déficit budgétaire au Royaume-Uni

L'année budgétaire britannique court d'avril à mars, ce qui introduit un écart entre documents budgétaires et comptabilité nationale. Par ailleurs, l'indicateur budgétaire le plus suivi au Royaume-Uni est le PSBR (*Public Sector Borrowing Requirement*, soit le besoin de financement du secteur public). Le PSBR diffère de la capacité de financement des administrations publiques au sens de Maastricht : outre une différence de signe, il prend en compte les résultats des entreprises publiques et les recettes de privatisation. Dans le passé la différence entre les deux agrégats atteignait fréquemment 1 à 2 points de PIB. Compte tenu du stade atteint dans le processus de privatisation au Royaume-Uni cette différence devrait néanmoins s'estomper dans le futur.

Dans la présente projection, sauf précision explicite, nous utilisons les concepts de comptabilité nationale en année civile.

L'arrivée du nouveau gouvernement Labour en juin a quelque peu bouleversé la chronologie budgétaire britannique. Un budget a été voté en juillet 1997 (contre novembre antérieurement), dont les principales mesures furent :

— un prélèvement exceptionnel (*windfall tax*) sur les entreprises publiques privatisées (2,5 milliards de livres en 1997 et 1998, soit 0,3 point de PIB chaque année)

— une baisse du taux de l'impôt sur les bénéfices (de 33 % à 31 %)

— une modification du régime du crédit d'impôt très défavorable aux fonds de pension (qui devrait rapporter 2,3 milliards de livres en 1997-98 et 5,4 à terme)

— la suppression d'avantages fiscaux pour les ménages

— la hausse des taxes indirectes sur le tabac et les carburants.

Au total ce budget avait un caractère légèrement restrictif : les mesures prises devraient accroître les recettes publiques de 0,8 point de PIB en 1997-98. Les dépenses continuent de croître faiblement (+ 0,5 % par an en termes réels). Compte tenu du rythme de croissance, le déficit public devrait tomber à moins de 2,5 % du PIB en 1997 et le ratio de la dette publique au PIB amorcer sa décrue.

Un nouveau budget a été présenté le 17 mars 1998. Les mesures introduites par le budget (baisse des cotisations sociales) ne devraient pas

avoir d'impact macroéconomique notable. Les mesures décidées incluent :

— l'introduction d'un crédit d'impôt pour les familles ayant des revenus salariaux faibles afin d'inciter à l'emploi les bénéficiaires de prestations (*Working Families Tax Credit*) ;

— la baisse des cotisations sociales employés de 66 livres sterling par an et par salarié (soit un montant de 1,4 milliard de livres et 0,2 % du revenu disponible des ménages) ;

— la hausse, pour un montant équivalent, d'autres prélèvements sur les ménages, au travers de la réduction d'abattement sur l'impôt sur le revenu et de l'augmentation de la taxe sur les transactions immobilières ;

— une nouvelle baisse du taux d'impôt sur les sociétés (à 30 % en avril 1999, le taux d'imposition sur les PME baissant de 1 point à 20 %) ;

— la poursuite de la réforme conjointe de la fiscalité sur les sociétés et du régime de crédit d'impôt sur les dividendes.

1998 : les exportations freinent la croissance

A l'horizon des prochains trimestres, la consommation de ménages devrait être le seul moteur de la croissance, la plupart des autres forces à l'œuvre tendant à favoriser un retournement (tableaux 24 et 25).

La vigueur de la consommation serait alimentée par le maintien d'une croissance soutenue des salaires réels (2,5 % et 2,0 % en 1997 et 1998 après une augmentation moyenne de 0,5 % entre 1991 et 1996) et par la poursuite de la baisse du taux d'épargne qui s'explique en partie par les gains en capital des ménages. En effet, ceux-ci ont fortement bénéficié de la hausse de la Bourse (24 % en 1997, 15 % déjà en 1998) et de la démutualisation des *Building Societies*. Par contre la croissance des autres revenus des ménages se normaliserait par rapport aux années passées : le recul du chômage faisant baisser les prestations chômage, les versements de dividendes se tassant sous l'effet de la baisse du taux de marge des entreprises, et l'inversion de la courbe des taux étant défavorable aux ménages (dont la dette hypothécaire est indexée sur les taux d'intérêt de court terme). Le pouvoir d'achat du revenu disponible augmenterait de 2,6 % en 1997, puis de 1,6 % en 1998 ; la consommation progresserait de 3,5 % en 1998 et 2,3 % en 1999.

La principale force de ralentissement est le commerce extérieur. Comme ses partenaires, le Royaume-Uni devrait subir la baisse de demande adressée liée à la crise asiatique ; il pâtirait plus que l'Europe du ralentissement américain. Dans l'industrie, la demande adressée fléchirait ainsi de 7,9 % en 1997 à 5 % en 1998 et 1999. De surcroît, en raison de la forte hausse de la livre depuis la mi-1996, et accessoirement du bas niveau de l'inflation en France et en Allemagne, le Royaume-Uni connaît une compétitivité très dégradée. L'effet sur le commerce exté-

rieur n'en a guère été observé jusqu'à présent, en raison notamment du comportement de marge des exportateurs et importateurs. Cependant il est plausible que l'effet de la hausse de la livre sur les exportations nettes du Royaume-Uni ait été seulement différé, comme semblent l'attester les indicateurs conjoncturels disponibles. Nous faisons donc l'hypothèse d'un retour à des comportements habituels d'importation et d'exportation. Dans ces conditions, le commerce extérieur aurait une contribution négative à la croissance proche d'un point en 1998. Les exportations industrielles progresseraient de 4,0 % en 1998 (9,2 % en 1997) tandis que les exportations des autres secteurs reculeraient. Les importations, reprenant notamment une élasticité à la demande interne plus conforme aux tendances historiques, progresseraient dans leur ensemble de 5 %.

24. Royaume-Uni

	1996	1997	1998	1999
PIB total (1)	2,2	3,4	2,4	1,9
Importations (1)	8,8	7,8	5,0	2,9
Consommation des ménages (1)	3,5	4,4	3,5	2,3
Consommation finale des administrations (1)	2,4	0,5	1,4	1,5
FBCF totale (1)	1,4	3,2	3,3	– 0,1
dont FBCF productive marchande (1)	5,5	11,0	3,1	0,6
Exportations (1)	7,1	7,6	2,3	4,1
Emploi total (1)	0,4	1,9	1,6	1,1
Population active (1)	– 0,2	– 0,2	0,6	0,6
Taux de chômage (en %)	7,5	5,6	4,6	4,1
Prix du PIB (1)	3,0	2,4	2,3	2,7
Prix de la consommation (1)	2,6	2,1	2,3	3,3
Productivité du travail marchand (1)	2,2	1,3	0,5	0,8
Taux de marge des entreprises (en %)	48,6	47,7	46,5	45,1
Pouvoir d'achat du salaire brut par tête (1)	1,2	2,8	2,5	2,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible (1)	3,9	3,4	2,6	1,6
Taux d'épargne (en %)	10,8	9,9	8,8	8,0
Capacité de financement des administrations (2)	– 4,8	– 2,3	– 1,5	– 1,1
Taux de prélèvements obligatoires (en %)	33,6	34,5	34,9	35,4
Solde des paiements courants (2)	– 0,1	0,3	0,0	– 0,4

(1) Taux de croissance.
(2) Pourcentage du PIB.
Source : modèle MIMOSA OFCE.

L'investissement n'aura jamais véritablement rebondi au cours de la reprise britannique. La hausse des taux d'intérêt et la baisse de l'épargne des entreprises liée aux hausses récentes de fiscalité en 1998-99, devraient contribuer à un retournement de l'investissement productif et immobilier conduisant à une stagnation de la FBCF totale en 1999.

L'emploi continuerait à court terme de bénéficier de la progression de l'activité et augmenterait au rythme relativement soutenu de 1,6 % et 1,1 % en 1998 et 1999. Le taux de chômage ne reculerait plus sensiblement, atteignant un pallier au voisinage de 4 %.

L'inflation est actuellement proche du niveau visé par la *Bank of England*. Cette bonne performance à ce stade du cycle bénéficie de l'appréciation récente de la livre et de la modération salariale observée depuis le début de la reprise britannique. Une incertitude forte pèse sur l'évolution future des salaires, car cette modération révèle peut-être une rupture structurelle dans le fonctionnement du marché du travail. L'accélération des salaires observée au début de 1998, ainsi que l'amélioration de la situation de l'emploi — la baisse du chômage n'étant plus principalement due à la contraction de la population active — nous ont cependant conduit à postuler un retour graduel au comportement usuel de salaire. De plus, le repli de la livre sterling entraînerait dès 1999 une tension sur le prix des importations. La hausse du déflateur de la consommation devrait ainsi atteindre 2,3 % en 1998 et 3,3 % en 1999.

La croissance de l'économie britannique serait alors de 2,4 % en 1998, puis 1,9 % en 1999. Les britanniques continueraient à connaître un cycle décalé par rapport au reste de l'UE, encore peu propice au passage à la monnaie unique.

Achevé de rédiger le 27 mars 1998