HAL
open science

# Dans la tourmente financière

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

**To cite this version:**

Henri Sterdyniak, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Bruno Coquet, Hervé Le Bihan, et al.. Dans la tourmente financière : Perspectives 1998-1999 pour l'économie mondiale. Revue de l'OFCE, 1998, 67 (1), pp.9 - 99. 10.3406/ofce.1998.1517 . hal-03458376

**HAL Id: hal-03458376**

**https://sciencespo.hal.science/hal-03458376**

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.

# Dans la tourmente financière

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

*Fin septembre 1998, le ralentissement s'amorce aux Etats-Unis et au Royaume-Uni; le Japon s'enfonce dans la récession; l'Europe continentale est en phase de nette reprise. L'extension de la crise financière se traduit par la baisse des Bourses et des taux obligataires dans les pays développés et par la contagion de la crise asiatique à d'autres pays émergents, frappés aussi par la baisse du prix des matières premières. La finance mondiale connaît depuis vingt ans un développement exubérant entrecoupé de crises récurrentes. La croissance mondiale pourrait être durablement affectée par le refus des capitaux d'investir de nouveau dans les pays émergents, par l'instabilité résultant de la globalisation financière et par la surabondance de capitaux demandant des taux de rentabilité trop élevés.*

*Le ralentissement provoquerait une nette détente des taux courts américains. Le yen resterait à un bas niveau. Un certain attentisme monétaire paraît probable en Europe. Le dollar diminuerait jusqu'à 1,55 DM à la fin de 1999. Une baisse supplémentaire de 5 % réduirait de 0,5 % l'activité en Europe en 1999. La chute des importations des pays émergents pèserait fortement sur la croissance du commerce mondial en 1998-1999. Selon une variante du modèle MIMOSA, la crise asiatique coûterait au total 2,4 % d'activité au Japon en 1999, 1,1 % aux Etats-Unis et 1,4 % en Europe.*

*L'Asie en développement connaîtrait une stagnation de son activité en 1998 suivie d'une croissance de 3 % en 1999. En attendant les effets des plans structurels, la situation conjoncturelle ne cesse de se dégrader et la situation sociale reste extrêmement tendue. L'Amérique latine est fortement secouée par l'amplification de la crise. Les taux d'intérêt ont dû être fortement augmentés et les perspectives de croissance ont été encore revues à la baisse. En Russie, la chute du prix du pétrole a réduit à néant l'excédent commercial et a augmenté encore le déficit public. La chute du rouble provoque le retour d'une inflation galopante. Le PIB devrait se contracter de 5 % en 1998. La plupart des PECO connaissent une croissance vigoureuse, dont les déséquilibres semblent encore soutenables.*

*La récession japonaise s'est encore aggravée depuis le début de l'année, malgré la mobilisation intensive des instruments traditionnels de politique économique. Les autorités n'ont pas su traiter efficacement les problèmes*

---

* 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 Hélène Baudchon, Odile Chagny, Bruno Coquet, Hervé Le Bihan, Catherine Mathieu, Olivier Passet et Christine Rifflart.

*financiers hérités du précédent cycle de croissance. Aux Etats-Unis, la croissance était soutenue par la hausse de la Bourse, la baisse du taux d'épargne et le dynamisme de l'investissement; ces facteurs se retournant en raison de la baisse du profit des entreprises et de la crise financière. Les exportations continuerait à se contracter. Le retournement resterait néanmoins limité grâce à une politique monétaire plus accommodante. Le taux de croissance du PIB serait ramené de 4 % en 1997 à 3,2 % en 1998 et 0,5 % en 1999.*

*L'Europe peut-elle bâtir sa croissance sur son seul dynamisme interne? Au premier semestre 1998 la contribution externe à sa croissance s'est affaibli mais la demande intérieure a gagné en vigueur. Les assainissements budgétaires sont achevés; l'inflation ne constitue plus une menace; les prix de l'énergie et des matières premières et les taux d'intérêt de long terme sont bas. Mais l'Europe souffrirait de la rechute du dollar. Dans la zone euro, la croissance serait de 2,8 % en 1998 et en 1999, ce qui est peu en période de reprise. Avec une reprise de la demande intérieure encore mal affermie, les performances allemandes resterait en retrait. L'Italie souffre de l'importance des ajustements budgétaires récents et d'une contribution particulièrement négative du commerce extérieur. L'économie britannique est soumise à des niveaux élevés de taux d'intérêt et de taux de change. La croissance ralentirait nettement en 1998 et 1999. Le refus du Royaume-Uni d'entrer dans la zone euro avant 2002 trouverait une justification a posteriori dans la persistance de son décalage conjoncturel.*

## *Sommaire*


| | |
|---|---|
| La finance rattrapée par le risque | 16 |
| Taux de change et taux d'intérêt | 27 |
| Commerce mondial : un ralentissement limité par l'Europe | 31 |
| 1998 : année noire en Asie | 38 |
| L'Amérique latine au bord de la crise | 44 |
| Japon : une crise structurelle | 47 |
| Etats-Unis : une récession sous conditions | 53 |
| Europe : une oasis de croissance? | 60 |
| Allemagne : la levée progressive des incertitudes | 65 |
| Italie : *piano, ma sano* | 74 |
| Royaume-Uni : sous pression | 80 |
| PECO : une croissance déséquilibrée | 89 |
| Russie : dans l'impasse | 91 |
| *ANNEXE* | |
| L'impact de la crise asiatique : une évaluation avec MIMOSA | 93 |

Fin septembre 1998, l'évolution économique en cours dans les grands pays reste conforme aux prévisions qui pouvaient être faites il y a six mois : le ralentissement s'amorce aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, même si son intensité reste incertaine ; le Japon s'enfonce encore plus nettement dans la récession, ni la crise bancaire, ni la crise de rentabilité n'étant résolues ; l'Europe continentale est en phase de nette reprise, impulsée par la demande intérieure, seule l'Italie reste à la traîne. Le fait nouveau est l'extension de la crise financière à l'échelle mondiale qui se traduit maintenant par la baisse de la Bourse et l'effondrement de certains fonds spéculatifs dans les pays développés ; simultanément, la crainte du risque et le reflux vers la qualité provoquent une baisse des taux obligataires des titres publics. La contagion de la crise asiatique provoque la fuite des capitaux hors des pays émergents ; ceux-ci voient leurs Bourses s'effondrer et sont condamnés, soit à monter leur taux d'intérêt à des niveaux insoutenables, soit à accepter la dépréciation de leurs taux de change. En même temps, la baisse du prix des matières premières provoque un transfert au détriment de nombreux pays en développement dont bénéficient les pays industrialisés. La première victime en est la Russie, dont l'incapacité à réorganiser son économie et sa société éclate au grand jour. La crise actuelle oblige à réévaluer la force respective des différentes monnaies et la rentabilité des différents marchés financiers. Par contraste, elle met en évidence la crédibilité de l'UEM. Ainsi s'achève une phase où le dynamisme de l'économie mondiale avait été impulsé par la croissance des pays anglo-saxons, par l'émergence de nouveaux pays industrialisés, par la mondialisation et la domination des marchés financiers, tandis que l'Europe continentale restait à la traîne. La croissance mondiale ne serait que de 1,8 % en 1998 et 1999 au lieu de 3,9 % en 1997 (tableau 1).

Un net ralentissement économique était un passage plus ou moins obligé pour les Etats-Unis et pour la Grande-Bretagne dont le rythme de croissance était devenu supérieur au niveau soutenable. Aux Etats-Unis en particulier, la croissance était soutenue par la hausse de la Bourse, la baisse du taux d'épargne et un dynamisme de l'investissement qui n'étaient pas extrapolables à l'infini. Dans ces deux pays, le ralentissement de la demande étrangère et la baisse de la Bourse rendent moins nécessaire ou même inutile un resserrement de la politique économique qui serait sinon survenu. Après une phase conjoncturelle de ralentissement au second semestre 1998 et en 1999, le dynamisme nouveau des économies anglo-saxonnes devrait permettre un certain redressement. Toutefois, la situation est plus favorable aux Etats-Unis qui bénéficient de la grande souplesse de leur politique économique, de leur faible inflation et de leur équilibre budgétaire. Mais l'exemple japonais montre que ces atouts peuvent ne pas être suffisants si effectivement le dynamisme des entreprises et des institutions financières est durablement affecté. Au contraire, la Grande-Bretagne a la tâche délicate de piloter adroitement

la baisse d'une monnaie surévaluée, soutenue actuellement par de forts taux d'intérêt de court terme, sans relancer son inflation.

L'Europe continentale avait connu une croissance médiocre de 1991 à 1996 (1,6 % l'an); sa croissance avait repris en 1997 (2,5 %) et au début 1998 grâce à la montée du dollar, à la baisse des taux d'intérêt puis à la fin des politiques budgétaires restrictives. Pourra-t-elle constituer un pôle de croissance autonome dans un monde qui connaîtrait un ralentissement important? Sur ce point, notre prévision est mitigée : la croissance dans la zone euro serait de 2,8 % en 1998 et en 1999 (tableau 1), ce qui est relativement peu en période de reprise. Certes, l'Europe bénéficierait de la baisse du prix de l'énergie et des matières premières ainsi que de la baisse des taux d'intérêt de long terme. Mais elle connaîtrait un net ralentissement de la demande qui lui est adressée de la part des pays émergents et elle souffrirait de la rechute du dollar. Elle serait incapable de mettre en œuvre une politique coordonnée (soutien budgétaire et baisse des taux) pour soutenir durablement son activité. Le risque serait grand alors qu'elle retombe après 1999 dans un cercle vicieux où la hausse du chômage ferait pression sur la consommation et où l'investissement serait bridé par la faiblesse de la demande. Toutefois, les pays européens sont dans des situations contrastées : l'Italie subit en 1998 le choc de la cure d'austérité budgétaire à laquelle elle s'était soumise en 1997; au contraire, la France bénéficie d'un emploi et d'une consommation des ménages particulièrement dynamiques.

Deux incertitudes marquent la situation actuelle. Les pays émergents qui avaient réussi à financer une croissance soutenue par des entrées importantes de capitaux voient leurs perspectives dévaluées par les marchés financiers. A la suite de la crise asiatique, les capitaux se retirent d'Amérique latine menaçant la fragile stabilité que cette région avait retrouvée. Incapable d'organiser son économie, frappée par la baisse du prix des matières premières, la Russie s'enfonce dans le chaos, sans qu'une sortie de crise n'apparaisse clairement. Jusqu'à présent, cette crise n'a pas contaminé les pays de l'Europe de l'Est, dont certains (Pologne, Slovaquie) connaissent un dynamisme important. Le risque est grand de voir les capitaux fuir durablement la totalité des pays émergents, sans tenir compte des différences de qualité entre pays dans les gestions macroéconomiques, les systèmes financiers et les appareils productifs. Il en résulterait un coup de frein à la croissance de ces pays et à la croissance mondiale. En sens inverse, le retour des capitaux spéculatifs remettrait ces pays sous la menace de l'épée de Damoclès. Aussi, un certain recul de la globalisation financière est sans doute nécessaire : ces pays devraient être autorisés à contrôler les sorties de capitaux de leurs résidents; ils devraient avoir la sagesse de limiter les entrées de capitaux de non-résidents à des investissements directs.

La crise financière repose la question de la domination des intermédiaires financiers sur les marchés boursiers et les marchés des changes.

*1. Perspectives de croissance mondiale*

Taux de croissance annuels, en %

| | Poids * | PIB en volume | | |
|---|---|---|---|---|
| | dans le total | 1997 | 1998 | 1999 |
| Allemagne | 5,8 | 2,3 | 2,6 | 2,4 |
| France | 4,5 | 2,3 | 3,0 | 2,7 |
| Italie | 4,2 | 1,5 | 1,7 | 2,6 |
| Espagne | 2,2 | 3,5 | 3,9 | 3,7 |
| Pays-Bas | 1,1 | 3,3 | 3,7 | 3,0 |
| Belgique | 0,7 | 2,9 | 2,8 | 2,7 |
| Autriche | 0,6 | 2,5 | 2,8 | 2,8 |
| Finlande | 0,4 | 5,9 | 4,8 | 3,4 |
| Portugal | 0,4 | 3,7 | 3,5 | 3,2 |
| Irlande | 0,2 | 9,8 | 7,8 | 6,5 |
| Luxembourg | 0,1 | 3,7 | 3,0 | 3,0 |
| **Zone euro** | **20,0** | **2,5** | **2,8** | **2,8** |
| Royaume-Uni | 3,9 | 3,4 | 2,3 | 1,3 |
| Suède | 0,6 | 1,8 | 3,1 | 3,0 |
| Danemark | 0,4 | 3,5 | 2,6 | 2,5 |
| Grèce | 0,4 | 3,4 | 2,7 | 2,8 |
| **UE** | **25,4** | **2,7** | **2,7** | **2,5** |
| Suisse | 0,6 | 1,7 | 2,2 | 1,9 |
| Norvège | 0,4 | 3,4 | 2,7 | 1,8 |
| **Europe** | **26,4** | **2,6** | **2,7** | **2,5** |
| Etats-Unis | 25,4 | 3,9 | 3,2 | 0,5 |
| Japon | 10,2 | 0,8 | – 2,2 | 1,4 |
| Canada | 2,3 | 3,7 | 2,8 | 1,6 |
| **OCDE** | **64,2** | **2,9** | **2,1** | **1,5** |
| **NPI d'Asie** | **3,3** | **6,0** | **– 1,7** | **1,1** |
| **Autres pays d'Asie** | **20,9** | **6,6** | **1,8** | **3,7** |
| **Amérique latine** | **7,0** | **5,4** | **2,3** | **– 1,0** |
| **Russie** | **2,5** | **0,8** | **– 5,0** | **– 6,0** |
| **PECO** | **2,1** | **4,1** | **3,0** | **2,6** |
| **Monde** | **100,0** | **3,9** | **1,8** | **1,8** |

* Pondération selon le PIB et les PPA de 1991.
*Sources* : OCDE, FMI, sources nationales, calculs et prévisions OFCE.

Le système actuel est dominé par une logique de marché. Les gestionnaires de fonds sont en compétition pour attirer les clients qui les évaluent suivant leurs performances de court terme. Ils cherchent donc la rentabilité la plus élevée possible. Contrairement aux capitalismes de naguère, industriels ou financiers, le capitalisme de rentier est peu soucieux de s'impliquer durablement dans le soutien des stratégies de croissance des entreprises ; il n'a plus guère les moyens d'avoir une information précise sur les perspectives économiques des différents secteurs et entreprises. Trois contradictions en découlent : les gestionnaires sont à la recherche perpétuelle de gisements de rentabilités élevées ; ils s'y précipitent tels des moutons de Panurge ; ceci tend artificiellement à faire monter les prix, donc à créer des plus-values qui justifient *ex post* l'investissement. Lorsque le doute commence à s'insinuer dans les

esprits, les gestionnaires de fonds se retirent, provoquant alors l'effondrement des cours, ce qui justifie leur départ. L'économie réelle est contrainte de vivre dans une ambiance de casino qui masque les rentabilités réelles. Les pays ou les entreprises qui bénéficient d'apports importants de fonds extérieurs en sont en même temps fragilisés, puisqu'ils sont du coup fortement endettés ou fortement dépendants d'actionnaires étrangers : c'est la malédiction du prêteur. Enfin, les gestionnaires collectent des fonds de plus en plus importants qu'ils cherchent à rentabiliser à des taux élevés. D'un côté, la surabondance d'épargne financière [1], induite par le vieillissement de la population et la baisse des retraites par répartition, accroît les fonds cherchant à se placer; de l'autre, les exigences de rentabilité limitent les investissements possibles. Les gestionnaires de fonds font pression sur les entreprises pour qu'elles pratiquent des politiques d'emplois et de salaires rigoureuses et qu'elles limitent leurs investissements aux niches de rentabilité exceptionnelle. La rentabilité industrielle est sans précaution comparée par les marchés à la rentabilité de placements exotiques, dont l'incertitude est mal prise en compte. Aussi, le risque est grand de voir l'économie asphyxiée par un taux de profit requis trop élevé. Par contre, la crise aura l'avantage de faire mieux prendre conscience des rentabilités et des risques aux épargnants et aux marchés financiers; on peut espérer qu'elle contribue à dégonfler l'activité parasitaire qui s'est développée autour des fonds spéculatifs et qui accroît les risques qu'ils sont censés couvrir.

1. Les actifs financiers bruts détenus par les ménages représentaient en 1996 4,38 fois leur revenu annuel aux Etats-Unis ; 3,97 fois au Royaume-Uni ; 3,43 fois au Japon ; 3,26 fois au Canada ; 2,67 fois en Italie ; 2,62 fois en France ; 2,15 fois en Allemagne.

*2. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et matières premières*

## La finance rattrapée par le risque

La finance mondiale a vécu depuis sa mutation du début des années quatre-vingt un développement exubérant entrecoupé de crises récurrentes. Jusqu'ici celles-ci sont restées circonscrites, demeurant essentiellement locales ou sectorielles. Mais comme la crise de l'immobilier et de surendettement des ménages qui avait clos le cycle de croissance mondiale au tournant des années quatre-vingt/quatre-vingt-dix, la crise qui a pris naissance en Asie durant l'été 1997 est d'une nature plus grave et prend une dimension globale. Elle se propage, met en échec les organismes de régulation, modifie le cours de la croissance mondiale, atteint la rentabilité et la solvabilité des entreprises et des institutions financières à dimension internationale. A partir du milieu des années quatre-vingt, à la sortie d'un monde cloisonné, les investisseurs découvrent des gisements de rentabilité, s'y engouffrent à l'excès, s'en retirent brutalement laissant derrière eux créanciers lésés et débiteurs insolvables. Les valeurs émergentes prennent le relais, après 1990, de l'immobilier commercial. Ce type d'engouement a initialement besoin pour se déployer d'une situation, réelle ou imaginaire, de rareté localisée du capital. Mais, une fois passée, la vague laisse derrière elle de la suraccumulation, les investisseurs s'apercevant brutalement que le rendement attendu ne pourra pas être obtenu. Les plus importantes des crises qui ont émaillé le parcours de la finance internationale (le krach boursier de 1987, la crise mexicaine de 1994) sont intervenues à des moments de crainte d'un retournement du cycle qui modifie le sentiment d'exposition au risque des grands investisseurs. Si la vague immobilière a alimenté puis marqué la fin d'un cycle mondial de croissance de la fin des années quatre-vingt, celle des pays émergents clôt probablement une phase de forte croissance du commerce et du PIB mondial...avant que la finance mondiale ne se découvre de nouveaux eldorados. En attendant, les marchés recherchent un nouvel équilibre des taux de change et de la valeur des actifs financiers qui soit en accord avec la rentabilité économique des pays et des entreprises. Mais au delà de cet ajustement ponctuel, la recherche de règles limitant la violence de ces à-coups déstabilisants revient sur le devant de la scène.

## Crise des changes

La plupart des pays émergents ont choisi une stratégie d'insertion dans l'économie mondiale fondée sur le modèle des pays de l'Asie du Sud-Est. A partir du bas prix de la main-d'œuvre, il s'agit d'enclencher un cercle vertueux où les exportations et les entrées de capitaux financent une vigoureuse accumulation du capital qui permet un développement ultérieur de la production et des exportations. Cette stratégie nécessite d'assurer une rentabilité suffisante aux capitaux étrangers.

Aussi, la stabilité du taux de change est-elle cruciale pour rassurer les investisseurs étrangers. En même temps, un taux de change trop élevé nuit à la compétitivité et devient vite non crédible. Le système est donc sous la menace permanente d'une surévaluation du taux de change; celui-ci permet d'éviter les éventuelles pressions inflationnistes, mais entraîne progressivement une dégradation du solde commercial qui peut longtemps être considérée comme normale dans un pays en forte croissance; au départ, le déficit commercial est facilement comblé par les entrées de capitaux jusqu'au moment où les investisseurs étrangers s'inquiètent, ce qui génère un processus autovalidant de crises de change. Le pays menacé n'a d'autre choix qu'entre essayer de soutenir sa monnaie coûte que coûte par des taux d'intérêt élevés – ce qui asphyxie sa croissance et fait gonfler sa dette publique – ou accepter une forte dévaluation – ce qui signifie renoncer pendant un temps plus ou moins long à attirer des capitaux et courir le risque de s'engager dans une spirale inflation/dévaluation. Dans la mesure où la plupart des pays choisissent un ancrage au dollar, le système ne fonctionne correctement que si le dollar n'est pas trop fort et si chaque pays réussit à limiter son inflation relativement à l'inflation américaine.

La crise de 1997-1998 a vu une dépréciation du taux de change de la quasi-totalité des pays émergents (tableau 3). En Asie, seuls la Chine et

*3. Evolutions du change et des Bourses des pays émergents*

| | Evolution du 1-1-97 au 15-9-98 | | Bilan au 15-9-98 [3] |
|---|---|---|---|
| | Change [1] | Bourse [2] | |
| Chine | 0 | 38,3 | Stabilité |
| Hongkong | 0 | – 41,5 | Stabilité |
| Inde | – 15,7 | – 14,7 | GN |
| Indonésie | – 79,8 | – 90,5 | FD, AC |
| Malaisie | – 33,4 | – 79,0 | FD |
| Philippines | – 40,0 | – 78,0 | FD |
| Singapour | – 19,5 | – 65,6 | FD |
| Corée du Sud | – 38,0 | – 69,4 | FD |
| Taiwan | – 20,5 | – 20,2 | FD |
| Thaïlande | – 37,3 | – 83,3 | FD |
| Argentine | 0 | – 43,3 | Stabilité, AC |
| Brésil | – 11,1 | – 15,8 | GN, AC |
| Chili | – 10,4 | – 43,1 | GN, AC |
| Colombie | – 33,1 | – 37,0 | GN, AC |
| Mexique | – 24,0 | – 27,8 | FD, AC |
| Venezuela | – 18,9 | – 65,1 | GN, AC |
| Hongrie | – 27,0 | – 19,8 | FD |
| Pologne | – 20,1 | – 30,5 | GN |
| République Tchèque | – 19,2 | – 37,5 | GN |
| Russie | – 67,1 | – 85,3 | FD, AC |

1. Variation en %, par rapport au dollar.
2. Variation en %, exprimée en dollar.
3. GN : glissement du change correspondant à l'inflation; FD : dépréciation supérieure à l'inflation; AC : attaque spéculative en cours.

*Sources* : *The Economist*, calculs OFCE.

Hongkong, et à un moindre degré, l'Inde, Taiwan et Singapour, ont été épargnés. Après une période de fortes pressions sur les changes, les pays de la région, sauf l'Indonésie et Hongkong, ont pu baisser progressivement leurs taux d'intérêt et revenir à des taux pratiquement normaux. En Amérique latine, la situation est inversée. Tous les pays sont actuellement obligés de maintenir des taux d'intérêt élevés pour soutenir leur parité, même le Mexique qui pratique un système de change flottant et le Chili qui s'était déjà autorisé une dévaluation notable de sa monnaie à la fin de 1997. Jusqu'à présent, l'Argentine a réussi à préserver la fixité de sa monnaie avec le dollar. Le Brésil n'a connu que des baisses modérées. Les autres pays ont connu des dépréciations plus fortes mais correspondant pratiquement à leur niveau d'inflation. Enfin, en Europe de l'Est, la Pologne, la République Tchèque et la Hongrie ont vu leurs monnaies se déprécier. La quasi-totalité de ces pays ont renoncé à pratiquer une politique de monnaie forte. L'incertitude demeure en Amérique latine : le Brésil tiendra-t-il ? Ou va-t-on assister à l'effondrement de sa monnaie, suivie de celles de l'Argentine, du Chili et du Mexique ? Le cas est particulièrement aigü pour l'Argentine qui a fondé sa stabilité monétaire sur la fixité garantie de sa monnaie avec le dollar tandis que le Brésil se fixait une stratégie de parité très faiblement glissante. L'abandon de cette stratégie serait à coup sûr perçu comme un signe de relâchement monétaire et pourrait faire craindre une relance de l'hyperinflation.

A court terme, la dépréciation des taux de change des pays émergents améliore les termes de l'échange pour les pays développés. Elle devrait décourager les entrées de capitaux dans les pays en crise. A moyen terme, ces pays peuvent espérer avoir regagné la compétitivité perdue, donc retrouver une base pour une période d'essor.

La gestion du taux du change restera cependant une question délicate. Il n'est possible ni de maintenir des régimes de change fixe, qui laissent progressivement s'accumuler des déséquilibres insupportables avant d'offrir des proies faciles à la spéculation, ni de laisser le taux de change dériver selon l'inflation ou selon les humeurs des spéculateurs. Des systèmes de change glissants gérés devraient redevenir la règle. Ils auront la tâche délicate d'éviter les désalignements durables de compétitivité et les emballements inflationnistes. Par ailleurs, si ces pays devraient encourager l'investissement direct et les participations, les entrées de capitaux flottants spéculatifs devraient être découragées.

## Crise boursière

A l'exception du Japon, les Bourses ont connu de fortes hausses entre la mi-1996 et la mi-1998, qui ont culminé en juillet 1998 pour la plupart des pays. Cette hausse a atteint 93 % pour la France, 106 % pour

l'Allemagne, 134 % pour l'Italie; 58 % pour les Etats-Unis; 41 % pour la Grande-Bretagne (mais dans ces deux pays la phase de hausse avait commencé en 1995). Cette hausse (tableau 4), impulsée d'abord par la progression du profit des entreprises et les bonnes perspectives de croissance, a été accélérée en fin de période par la baisse des taux d'intérêt de long terme et le reflux des capitaux qui ne pouvaient plus guère se placer sur les marchés émergents. Elle a contribué à la baisse du taux d'épargne des ménages dans les pays anglo-saxons.

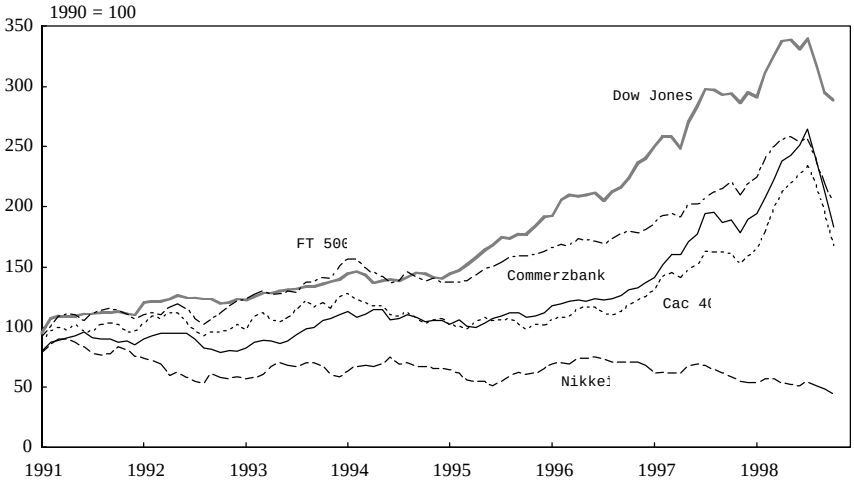
*4. Evolution des cours boursiers*

| Variations en % | De janvier 1997 à septembre 1998 | Niveau en septembre 1998 par rapport au point haut de 1997-1998 |
|---|---|---|
| Allemagne | 55,9 | – 27,5 |
| Autriche | – 8,0 | – 39,7 |
| Belgique | 68,2 | – 18,5 |
| Espagne | 50,0 | – 27,4 |
| France | 31,1 | – 25,9 |
| Italie | 92,8 | – 28,3 |
| Pays-Bas | 43,2 | – 29,0 |
| Royaume-Uni | 20,8 | – 18,0 |
| Japon | – 38,5 | – 35,2 |
| Etats-Unis | 128,2 | – 16,0 |

*Sources* : OCDE, calculs OFCE.

Un net repli a eu lieu depuis juillet 1998 (graphique 1). Il était attendu aux Etats-Unis où le caractère excessif de la montée de la Bourse avait déjà été dénoncé. L'évolution en Europe est plus étonnante, compte-tenu des perspectives de croissance, qui demeurent relativement vigoureuses et du bas niveau des taux d'intérêt de long terme. En toute logique, l'effondrement des Bourses des pays émergents, les menaces sur la Bourse américaine, le bas niveau des rendements obligataires auraient dû inciter les intervenants à investir plutôt sur les Bourses européennes. Leur découplage du marché américain semblait jusqu'à l'été refléter correctement celui des conjonctures. Mais le mimétisme a fini par l'emporter remettant en cause la capacité du système à gérer les risques de manière différenciée. Cet effondrement pose à nouveau la question récurrente de la place de la Bourse dans le financement de l'économie. Le mimétisme induit des fluctuations excessives des cours boursiers. Un rôle important des actions dans le financement des entreprises et leur place croissante dans les portefeuilles des ménages deviennent alors des sources d'instabilité macroéconomique puisque les fluctuations des anticipations des opérateurs des marchés financiers influencent, dans le même sens, les comportements de dépenses des entreprises et des ménages.

*1. Indices boursiers **




* Moyennes mensuelles ; dernier point : première semaine d'octobre.
*Source : Financial Times.*

## Propagation de la crise

Cette crise internationale remet d'abord en cause l'orientation des circuits de financement, façonnée depuis le début des années quatre-vingt-dix, qui drainait des flux croissants de capitaux vers les Etats-Unis et vers les pays émergents et servait de carburant à la croissance mondiale. Cette polarisation s'est accompagnée d'un climat d'euphorie concernant la valeur des titres à risque (actions, obligations d'entreprise) légitimé par un discours à visée structurelle sur les « miracles » asiatique et latino-américain, sur le *New Age* américain, et le dynamisme induit du commerce mondial.

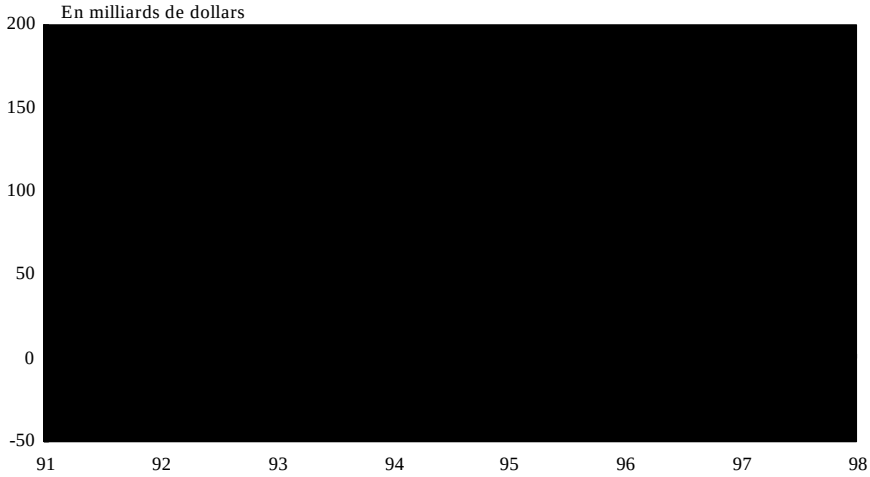
Les fragilités de cette euphorie financière ont été maintes fois soulignées lors de nos précédentes chroniques. L'afflux de capitaux en direction des pays émergents et des Etats-Unis puisait ses ressources dans les excédents d'épargne laissés vacants par une demande intérieure brimée par les politiques économiques restrictives en Europe et par le désengagement du crédit au Japon. Un système financier malade au Japon, proche de la rupture et en quête de rendements, se trouvait au cœur de cette intermédiation et en garantissait le faible coût (voir partie Japon). La déstabilisation de ce système n'est pas venue de là où on l'attendait. On a pu craindre en effet dans les premiers temps de la crise nipponne que les pertes subies sur le marché intérieur et les contraintes liées au ratio *Cooke*, ne conduisent les banques et les institutions financières à liquider une partie de leur actif international. La Banque centrale japonaise, jouant son rôle de prêteur en dernier ressort, a alimenté le marché monétaire en liquidité et, en pratiquant de bas taux d'intérêt, a incité l'é-

pargne à s'expatrier. On a pu craindre par la suite qu'un déblocage de la demande intérieure en Europe ou au Japon ne remette en cause la liquidité des marchés américains et émergents.

En fait, le déséquilibre est venu principalement de l'inadéquation des règles de change qui régissaient le système financier international, et d'une révision des risques par les parties du monde où leur détention était la plus concentrée, c'est-à-dire les Etats-Unis et le Japon. La répartition des risques et de la rentabilité s'est en effet constituée sur un mode particulièrement asymétrique durant les années quatre-vingt-dix. La réallocation des excédents d'épargne vers les marchés à risque a été en grande partie effectuée par les institutions financières américaines. Ces dernières ont exercé un rôle de transformation de l'épargne venant des zones du monde les moins dynamiques. Le jeu (graphiques 2 et 3) peut être résumé de la façon suivante : la boulimie des investisseurs européens et japonais en titres de dette publique américaine, et la montée des réserves des pays dont le change était indexé sur le dollar, ont alimenté la liquidité des investisseurs d'outre-Atlantique, qui, délaissant ce segment du marché, ont diversifié leur portefeuille au profit des actifs les plus risqués et les plus rentables, nationaux et étrangers [2].

Cet attrait pour la dette publique américaine s'est produit alors même que les émissions nouvelles ralentissaient fortement avec le retour à l'équilibre des finances publiques américaines. Cette concentration a produit une conjoncture particulièrement favorable pour les taux longs

*2. Sorties brutes de capitaux américains en direction du reste du monde*

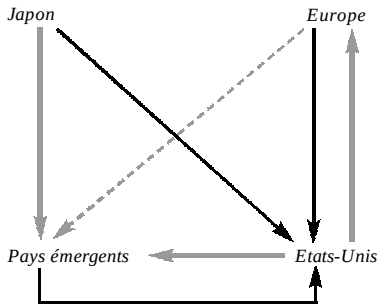



*Source* : US Department of Commerce.

2. Une partie de cette transformation a été opérée à partir des branches *off-shore* des banques américaines localisées dans les Caraïbes (Bahamas, Panama etc.).

américains, qui pouvait légitimer la montée des cours boursiers [3]. Le fait, par ailleurs, que cette liquidité soit *in fine* orientée vers le financement de capacités productives aux Etats-Unis et dans les pays émergents a prévenu les risques d'inflation qu'aurait pu susciter l'apparition de goulots d'étranglement. La modération des prix justifiant une politique monétaire peu restrictive, les marchés de titres ont trouvé un nouveau motif pour alimenter leur euphorie.

*Schéma simplifié de l'exposition au risque dans les années quatre-vingt-dix*




Flux à faible risque (dette publique US) de la part des institutions financières et des banques centrales

Flux à risque, actions, obligations privées, ou titres publics émergents.

La vulnérabilité de cet équilibre est venue de l'incompatibilité de la règle de change qui liait les pays d'Asie au dollar. Le jeu s'emballant, l'attrait pour le marché américain a fini par générer un excédent de la balance de base (graphique 5) et une hausse de la devise américaine. Cette dernière était adaptée à la conjoncture intérieure américaine, mais non à la rentabilité attendue des investissements en Asie. Avec des bilans déjà détériorés par la crise immobilière et boursière, les institutions japonaises ont amplifié le mouvement de désengagement. A partir de ce choc initial, les investisseurs exposés, américains notamment, même s'ils ne perçoivent encore que partiellement la probabilité d'un ralentissement américain et mondial, révisent leurs perspectives de rendement. Un tel processus s'autoalimente. Le retrait des investisseurs amplifie le recul du commerce mondial et les pressions déflationnistes. Ces dernières sont intensifiées par les dévaluations régionales et une concurrence accrue sur un marché mondial en ralentissement. En retour les perspectives de profit des entreprises sont affectées négativement.

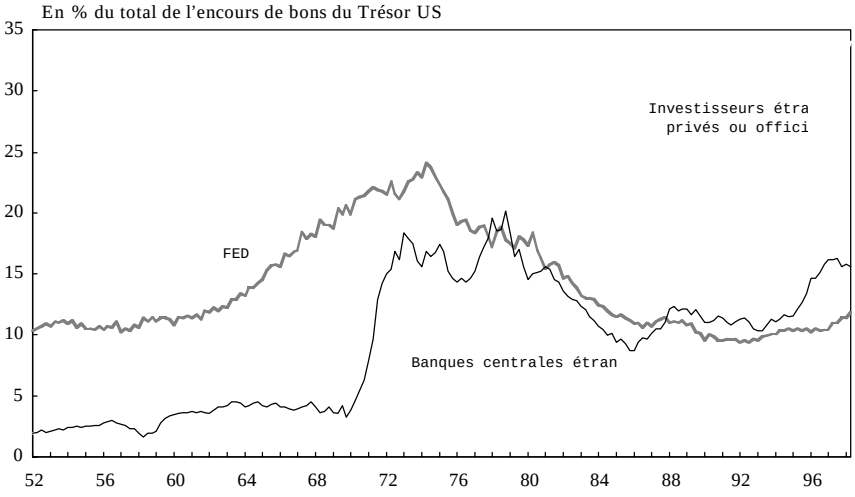
L'aversion au risque des investisseurs se produit alors sans discernement, soit que le besoin de liquidité amène ces derniers à réaliser des plus-values là où elles sont encore réalisables, soit que les craintes de

3. Malgré la hausse des actions et la baisse induite du rapport profit / cours, la réduction de l'écart entre ce dernier et le taux d'intérêt réel, qui permet d'apprécier une éventuelle surévaluation des actions, est restée contenue.

propagation favorisent un repli sur la liquidité et les titres publics. Dès lors, les primes de risque que subissent l'ensemble des pays émergents, sur leurs émissions internationales libellées en dollars, ont connu des évolutions fortement corrélées depuis un an (graphiques 4).

Par ailleurs, la correction est plus prononcée sur les indices des Bourses européennes que sur le *Dow Jones*, alors même que l'Europe est la zone la plus préservée au niveau conjoncturel. Ce paradoxe peut en partie être expliqué à partir de l'asymétrie décrite plus haut dans l'exposition au risque. La diversification des portefeuilles américains a été porteuse de fortes plus-values sur les Bourses européennes, mouvement qui s'est emballé depuis le début de 1998. En France, par exemple, la part des étrangers dans la capitalisation boursière est passée de 20 % à la fin de 1996 à 36 % à la fin mars 1998. La restructuration des portefeuilles des grands fonds anglo-saxons produit dès lors des effets massifs et amplifiés par rapport aux mouvements de la Bourse américaine. Les valeurs européennes, support de repli pour les investisseurs au début de la crise, ont été à leur tour atteintes par la montée graduelle de l'aversion au risque (encadré 1).

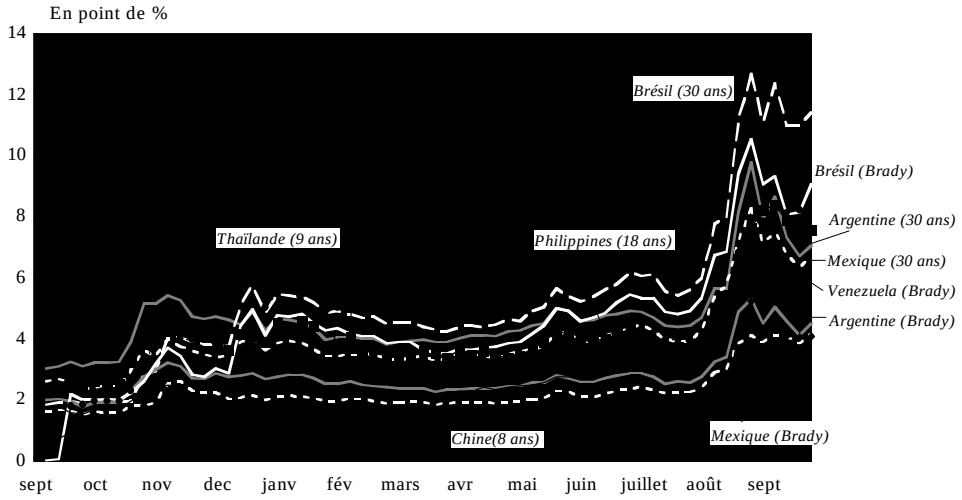
*3. Répartition de la détention de la dette publique américaine*



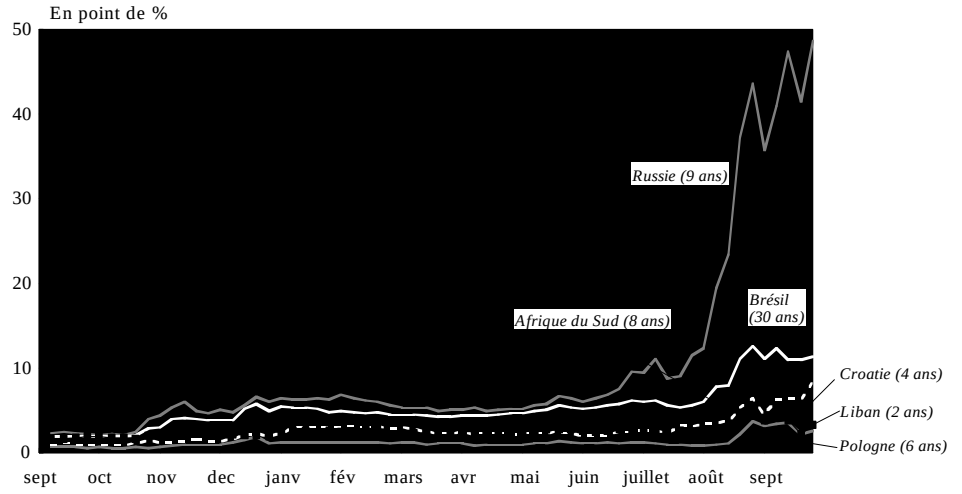

*Source* : *Federal Reserve System — Flow of Funds Accounts.*

*4. Ecart de taux à long terme avec les Etats-Unis des titres internationaux libellés en dollars (depuis septembre 1997)*

***4a.***



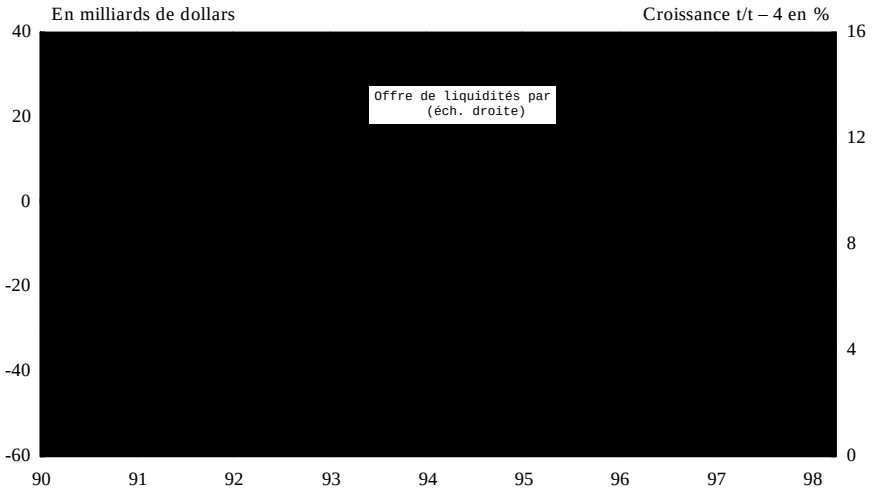

***4b.***




*Source* : *Financial Times*, relevé hebdomadaire.

Dans ce contexte, les signaux émis par les Banques centrales sont primordiaux pour stabiliser les anticipations. La FED a montré, dès 1987, puis au début des années quatre-vingt-dix, qu'elle pouvait incorporer la gestion du risque dans la conduite de sa politique monétaire, en émettant clairement le signal qu'elle était prête à fournir de la liquidité aux marchés dès lors qu'un risque de déflation sur les actifs pouvait poindre. La mémoire de l'attitude coopérative du principal argentier du monde, en 1987 puis au début des années quatre-vingt-dix, a probablement ouvert la brèche à d'autres abus. Les regards sont à nouveau rivés sur la FED, et certains la soupçonnent d'une attitude non coopérative, lorsqu'elle ne concède qu'une petite détente de son taux d'intervention à la fin septembre. En fait, la Banque centrale américaine semble s'être assignée depuis plus d'un an un rôle de stabilisateur face au risque d'une trop brusque dépréciation des actifs. Loin de retirer de la liquidité elle alimente le marché monétaire depuis plus d'un an (graphique 5). En refinançant ainsi les bons du Trésor américain, elle a évité du même coup que la diminution des réserves asiatiques ne vienne contrecarrer la détente des taux longs. Il est également difficile de reprocher à la Banque du Japon de se dérober à son rôle de prêteur en dernier ressort. Dès lors c'est du côté européen, dont le dynamisme de la demande intérieure est essentiel pour assurer l'absorption des excédents de capacité mondiaux et la rentabilité des capitaux installés, que le problème de l'adéquation de la politique monétaire se pose le plus. Cette question est d'autant plus préoccupante qu'une trop forte appréciation de l'euro risque, à l'instar de 1994, d'étouffer une reprise qui montre déjà des signes de faiblesse.

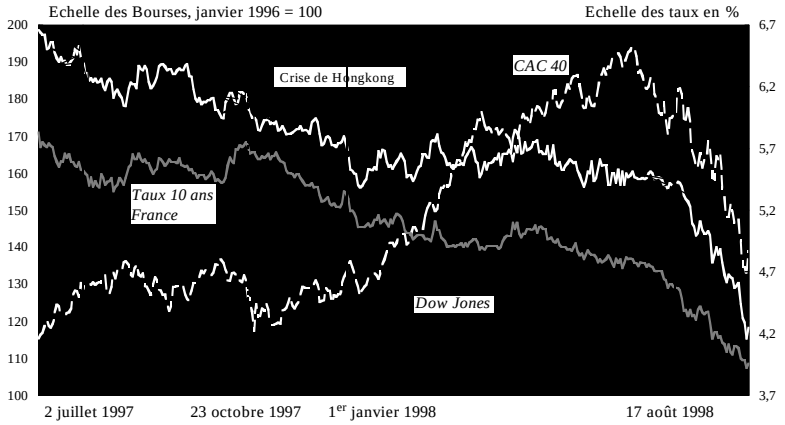
*5. Balance de base américaine et offre de liquidités par la FED sur le marché monétaire*




*Sources* : US Department of Commerce, Federal Reserve System — Flow of Funds Accounts.

L'un des aspects de la crise financière le plus difficile à évaluer aujourd'hui est son impact sur la santé des banques et une éventuelle restriction du crédit inhérente à la dégradation de leur bilan. La crise financière de la fin des années quatre-vingt a montré la vulnérabilité des banques universelles à une révision brusque du prix des actifs. Ces dernières sont étroitement connectées aux fluctuations des marchés, parce qu'elles détiennent des titres (directement ou par l'entremise de fonds communs de placement), ainsi qu'une part du passif des sociétés financières et enfin parce qu'elles financent des fonds de couverture ou prennent elles-mêmes des positions à risque. L'exemple japonais a montré que les règles prudentielles (notamment par le biais du ratio *Cooke*), qui prévalent aujourd'hui, peuvent transformer une décote des fonds propres bancaires en une diminution de la taille de leur actif risqué. La restriction du crédit ainsi produite constitue alors un nouveau canal de transmission de la crise financière à l'activité réelle. Jusqu'ici la crise asiatique a surtout éveillé ce type d'inquiétude du côté nippon. Mais ce qui a été dit plus haut sur l'exposition américaine au risque, accroît la probabilité que la récession américaine se complique comme au début des années quatre-vingt-dix d'un problème de solvabilité des intermédiaires financiers.

**1. Extension de la crise des pays émergents et graduation de l'aversion pour le risque**




**Phase I** : Repli sur les obligations d'Etat, arrêt de la hausse des marchés boursiers

**Phase II** : Les marchés d'actions, européens en particulier, profitent de la baisse des taux longs engrangée dans la première période. Ils servent de support pour le repli des investisseurs. Ce report de l'obligataire vers les actions freine la baisse des taux longs.

**Phase III** : L'aversion au risque s'étend aux actions européennes. Les Bourses continentales annulent les gains de la phase II. Le repli massif sur les titres publics enclenche une nouvelle baisse importante des taux longs.

*Source : Financial Times.*

## Taux de change et taux d'intérêt

Confrontées à la tourmente financière, les autorités monétaires seront incitées à adopter une attitude souple qui les démarquera de la réaction qu'elles auraient eu sans les risques liés à la déflation sur les actifs. La forte baisse récente des taux longs, en Europe comme aux Etats-Unis, signale que les marchés ont déjà incorporé cette inflexion dans leurs anticipations. Le dosage des détentes monétaires sera malgré tout différencié.

Aux Etats-Unis, l'ampleur du ralentissement envisagé en 1999 et les éléments de fragilité du système évoqués plus haut rendent probable une détente prononcée des taux courts, qui pourraient avoisiner 3,7 % à la fin de 1999 (tableau 2). Les taux longs, qui portent déjà la marque du repli sur la qualité et ont déjà engrangé une forte baisse, ne devraient que légèrement reculer pour s'établir à 4,0 % en fin d'année prochaine.

Les taux japonais devraient rester collés à leur plancher. Mais le yen tirerait profit d'écarts de taux qui lui sont moins défavorables et de la baisse du dollar. Sa stabilisation est par ailleurs nécessaire pour l'équilibre des changes régional. Il restera à un bas niveau, de l'ordre de 130-135 yen, compatible avec des gains de parts de marché sur les pays de l'OCDE.

La crise asiatique, puis la crise russe ont permis de vérifier la crédibilité de l'euro. Aucune attaque spéculative n'est venue tester la solidité des parités annoncées. *A contrario*, le Danemark a vu son écart de taux d'intérêt avec l'Allemagne passer de 0,4 point à 1,3 point. Toutefois, la crise a nettement ralenti la convergence des taux d'intérêt en Europe. Les taux courts sont encore plus hauts de 1,5 point en Italie. La Banque centrale italienne n'ayant pas voulu prendre le risque de baisser son taux d'intérêt, l'effet expansionniste attendu en Italie de la convergence devrait donc intervenir en janvier 1999. Le report sur la qualité a aussi légèrement creusé l'écart entre les rendements des titres allemands et ceux des autres titres des pays du noyau dur, ce qui est de mauvais augure.

En Europe, l'attentisme monétaire paraît le plus probable, les autorités n'allant probablement pas au delà de signaux symboliques pour stabiliser les marchés. Cet attentisme doit être évalué au regard du resserrement probable qui aurait eu lieu sans les désordres financiers. Les autorités monétaires n'augmenteront pas leur taux d'intérêt, compte tenu des incertitudes sur les conséquences de la crise des marchés émergents et de la baisse des Bourses. La convergence des taux se ferait donc au niveau actuel des pays du noyau dur. En sens inverse, la Banque centrale européenne (BCE) paraît peu disposée à participer à une opération concertée de baisse des taux. Le dollar devrait donc diminuer jusqu'à 1,55 DM à la fin de 1999 (soit 5,20 FF et 0,787 euro).

Les taux d'intérêt britanniques de court terme ont atteint au deuxième trimestre un niveau très élevé (7,5 % pour le taux à trois mois), soit 4 points de plus que le taux allemand en terme nominal (et 2 points en terme réel). Ce niveau a induit une forte surévaluation de la livre, qui a freiné l'inflation, sans faire encore chuter l'activité. Avec le ralentissement de l'activité qui devrait s'accentuer dans les mois à venir, la Banque d'Angleterre sera de plus en plus placée devant un dilemme : baisser son taux d'intervention pour soutenir l'activité, ou le maintenir relativement élevé pour éviter une dépréciation de la monnaie qui pourrait relancer une inflation déjà proche de l'objectif fixé (2,5 %). Aussi, la baisse des taux ne pourrait-elle être que graduelle : fin 1999, le taux britannique serait à 6,4 %. La baisse de la livre accompagnerait celle du dollar (2,64 DM fin 1999 contre 2,85 à la fin septembre 1998) (tableaux 5 et 6).

*5. Taux d'intérêt à trois mois*

| | 1997-T2 | 1998-T2 | Fin septembre 1998 |
|---|---|---|---|
| Allemagne | 3,2 | 3,6 | 3,5 |
| Autriche | 3,4 | 3,7 | 3,5 |
| Belgique | 3,3 | 3,7 | 3,5 |
| France | 3,4 | 3,6 | 3,5 |
| Pays-Bas | 3,2 | 3,6 | 3,3 |
| Italie | 7,0 | 5,2 | 4,8 |
| Espagne | 5,4 | 4,4 | 4,3 |
| Royaume-Uni | 6,5 | 7,5 | 7,3 |
| Japon | 0,6 | 0,6 | 0,4 |
| Etats-Unis | 5,7 | 5,6 | 5,1 |

*Sources* : OCDE, *Financial Times*.

*6. Taux d'intérêt à 10 ans*

| | 1997-T2 | 1998-T2 | Fin septembre 1998 |
|---|---|---|---|
| Allemagne | 5,6 | 4,9 | 3,9 |
| Autriche | 4,7 | 5,0 | 4,2 |
| Belgique | 5,7 | 5,0 | 4,2 |
| France | 5,9 | 5,0 | 4,0 |
| Pays-Bas | 5,9 | 4,9 | 4,0 |
| Italie | 7,1 | 5,1 | 4,4 |
| Espagne | 6,0 | 4,8 | 4,2 |
| Royaume-Uni | 7,3 | 5,8 | 4,9 |
| Japon | 2,4 | 1,7 | 0,8 |
| Etats-Unis | 6,7 | 5,6 | 4,4 |

*Sources* : OCDE, *Financial Times*.

## 2. Adéquation régionale de la politique monétaire en Europe

Après 1998, la BCE fixera le taux d'intérêt en fonction de la moyenne des situations européennes. Supposons qu'elle choisisse une règle du type : r = p + y + 0,5 (p - 2) + 0,5 gap, où p représente le taux d'inflation (mesuré par les prix à la consommation), y : le taux de croissance du PIB (selon nos prévisions pour 1998 et 1999), gap représente l'écart entre la production et la production potentielle (évaluée par l'OCDE). Cette règle suppose que la BCE se fixe un objectif d'inflation de 2 %. Le taux d'intérêt de l'euro serait alors fixé à 3,15 % en 1998. Ce taux est nettement supérieur à celui qui découlerait de la seule situation allemande (2,35 %), 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 l'Italie, l'Allemagne et la France. Si la croissance européenne montre la résistance que décrit notre prévision, ce taux devrait monter à 3,65 % en 1999 et la situation des pays devrait légèrement s'uniformiser. Notons enfin que le taux donné par cette règle est inférieur aux taux actuellement pratiqués dans les pays du noyau dur, ce qui signifie sans doute que la Bundesbank n'a pas la même politique de soutien de l'activité que la Fed dans une période de faible inflation et de sous-utilisation des capacités de production. Au Japon, la règle donne des taux négatifs, qui bien sûr ne sont pas praticables, compte tenu du plancher à zéro des taux d'intérêt nominaux (tableau).

*Règle de Taylor en 1998 et 1999*

| | 1998 | 1999 |
|---|---|---|
| Allemagne | 2,4 | 2,5 |
| Autriche | 3,1 | 3,8 |
| Belgique | 3,4 | 3,8 |
| France | 2,4 | 3,0 |
| Italie | 2,2 | 3,5 |
| Espagne | 5,4 | 6,1 |
| Pays-Bas | 6,4 | 5,7 |
| Finlande | 6,9 | 5,9 |
| Portugal | 6,3 | 6,3 |
| Irlande | 12,1 | 11,1 |
| **Zone euro** | **3,2** | **3,7** |
| Royaume-Uni | 5,4 | 4,2 |
| Etats-Unis | 5,4 | 2,7 |
| Japon | – 5,0 | – 2,5 |

*Source* : calculs OFCE.

## 3. Une incertitude de la prévision : la valeur du dollar

Notre prévision retient une valeur du dollar de 1,76 DM par dollar en 1998 et 1,60 en 1999. Le recul observé au cours des dernières semaines a été particulièrement marqué : le dollar a chuté de 8 % en un mois, passant de 1,81 DM fin août à 1,66 fin septembre. Plusieurs facteurs peuvent faire porter les risques du côté d'une accentuation future de ce mouvement, et donc d'un niveau plus bas du dollar en 1999 : le ralentissement américain, la perspective d'une baisse des taux aux Etats-Unis plus forte qu'en Europe et les réallocations de patrimoine liées à l'introduction de l'euro.

Pour évaluer les conséquences sur notre prévision des incertitudes sur la valeur du dollar, nous avons réalisé avec le modèle multinational MIMOSA une variante de baisse du dollar face à toutes les monnaies. Le dollar est supposé plus bas de 5 % que prévu à partir de 1999, ce qui correspond à une valeur de 1,52 DM et 5,10 francs. Les taux d'intérêt nominaux sont supposés inchangés.

Une telle baisse réduirait l'activité d'environ un demi point dans l'Union Européenne et au Japon en 1999, et accentuerait encore la désinflation. L'évolution des balances courantes est peu tranchée à l'horizon considéré en raison des effets de « courbe en J » (*i.e.* l'évolution contradictoire des prix et des volumes). Cette simulation souligne la nécessité d'une politique monétaire européenne plus active si les différents risques négatifs associés à notre projection se confirmaient (tableau).

*Dépréciation de 5 % du dollar*

Ecart en % au compte central sauf 1 & 2

| | 1999 | 2000 |
|---|---|---|
| **PIB** | | |
| Etats-Unis | 0,3 | 0,6 |
| Japon | – 0,4 | – 0,8 |
| **Union européenne** | **– 0,5** | **– 0,7** |
| **Prix à la consommation** | | |
| Etats-Unis | 0,2 | 0,3 |
| Japon | 0,0 | 0,0 |
| **Union européenne** | **– 0,2** | **– 0,6** |
| **Balance courante** [1] | | |
| Etats-Unis | – 0,1 | 0,0 |
| Japon | 0,1 | 0,0 |
| **Union européenne** | **– 0,1** | **0,0** |
| **Chômage** [2] | | |
| Etats-Unis | – 0,1 | – 0,2 |
| Japon | 0,1 | 0,2 |
| **Union européenne** | **0,2** | **0,3** |
| **Taux de change** [3] | | |
| Japon | – 5,0 | – 5,0 |
| **Union européenne** | **– 5,0** | **– 5,0** |

1. Ecart en point de PIB.
2. Ecart en point de pourcentage.
3. Le signe négatif indique une dépréciation du dollar.

*Source* : modèle MIMOSA, OFCE.

## Commerce mondial : un ralentissement limité par l'Europe

Le commerce mondial de produits manufacturés a été porté en 1997 par la vigueur de la croissance américaine et l'affermissement de la reprise en Europe (tableau 7). Les perspectives de croissance de notre prévision nous conduisent à envisager, pour 1998, une chute des importations des pays d'Asie, un fort ralentissement des importations d'Amérique latine et dans une moindre mesure d'Amérique du Nord, un recul des importations des pays de l'OPEP contraintes par le maintien de bas prix du pétrole, une croissance des importations des pays d'Europe centrale et de l'Est un peu moins rapide, ainsi que la poursuite du dynamisme des importations européennes. En 1999, le ralentissement des importations américaines s'amplifierait, au Nord comme au Sud, alors que les importations d'Asie reprendraient modérément. Les importations de l'OPEP continueraient à plonger. L'Afrique et le Moyen-Orient hors OPEP resteraient des zones de croissance modérée. A la veille de l'an 2000, le commerce mondial offrirait donc un nouveau visage, le vieux continent affichant une relativement bonne santé dans un monde souffrant des conséquences des crises financières récentes.

Ainsi, le volume des importations de produits manufacturés du monde, hors OCDE traditionnelle [4], diminuerait légèrement au cours des deux années de prévision, après des rythmes de croissance de 9 % l'an de 1987 à 1997. Les importations des Etats-Unis et du Japon seraient aussi en retrait. Seules les importations européennes seraient un peu plus dynamiques (après une croissance au taux de 6,5 % de 1987 à 1997). Entre 1997 et 1999, le ralentissement de la croissance des importations européennes ne serait que de 0,7 point, alors que le commerce mondial ralentirait de 4,6 points.

Cette configuration se traduirait, du fait de la spécialisation géographique des pays européens, par une demande adressée à l'Europe plus soutenue plus que ne le seraient les importations mondiales. De par la structure de son commerce extérieur, l'Europe est moins exposée que ses principaux concurrents à la chute des importations des pays en crise. Si les exportations représentent 24 % du PIB européen, cette part n'est que de 8,7 % hors échanges intra-européens (tableau 8). La part des pays en crise, ou qui risquent de l'être à plus ou moins brève échéance (Asie, Amérique latine, CEI voire les PECO) n'est en moyenne que de 1,8 % du PIB. Les pays européens les plus ouverts sont aussi ceux dont la part des zones en crise est la plus importante dans le PIB : Irlande, Union belgo-luxembourgeoise, Pays-Bas, Suède et surtout Finlande, dont le commerce est important à la fois avec les pays d'Asie et les pays de l'Est.

4. Hors Corée, Hongrie, Mexique, Pologne et République Tchèque.

7. Importations de produits manufacturés

Les pays les moins exposés sont la Grèce, le Portugal, l'Espagne, la France ou encore l'Autriche. Mais cette dernière serait particulièrement touchée si la crise russe contaminait les PECO. L'Allemagne, l'Italie, le Royaume-Uni et le Danemark sont dans une situation intermédiaire. Schématiquement, les pays du Nord sont ceux dont le commerce avec l'Asie en crise est, relativement à leur PIB, le plus important (au moins 1,5 point de PIB). Ces pays sont aussi ceux qui sont le plus tournés vers la CEI et les PECO. Le Sud de l'Europe, mis à part l'Italie, est globalement moins exposé que la moyenne de l'UE. La part des exportations vers l'Amérique latine dans le PIB espagnol n'est que de 0,8 point et de 0,5 point pour l'UE. Aussi, la généralisation de crises dans cette région du monde aurait *a priori* un impact direct sur l'Europe moins fort que celui de la crise asiatique. Par contre, l'extension de la crise russe aux pays d'Europe voisins serait en termes d'exportations similaire à la crise asiatique, frappant avant tout les pays de l'Est de l'Union.

Les dépréciations du dollar, de la livre sterling et du yen face à l'euro inscrites dans notre prévision amélioreraient la compétitivité-prix des exportations des Etats-Unis, du Royaume-Uni et surtout du Japon, leur permettant progressivement de stabiliser ou de retrouver des gains de parts de marché (tableau 9). La dégradation des parts de marché allemandes et françaises serait cependant freinée par la modération des coûts internes.

L'entrée en vigueur de l'euro en janvier 1999 modifiera les règles du jeu concurrentiel européen, puisque les pays membres ne pourront plus faire varier leurs taux de change pour maintenir leur compétitivité [5]. Cette nouvelle règle du jeu devrait être favorable à l'Allemagne, qui a réussi, par des efforts importants de compression des coûts, particulièrement dans l'industrie manufacturière, à gommer une grande partie de la dégradation de sa position compétitive, qui avait résulté des dévaluations de l'automne 1992. L'Allemagne s'est retrouvée en 1997 à des niveaux proches de ceux de 1987. Les pays du SME qui ont dévalué en 1992-1993 : Royaume-Uni, Italie, Espagne, Portugal, Irlande, ainsi que la Finlande et la Suède, ont connu une érosion régulière de l'avantage compétitif résultant de la dépréciation de leurs monnaies (tableau 10). Si certains, notamment les pays du Sud et l'Irlande, partent avec un avantage compétitif en termes de niveaux, et qu'il est normal qu'un pays en phase de rattrapage connaisse des évolutions de prix plus rapides, l'absence de modifications des parités nominales devrait renforcer la concurrence en Europe, en pénalisant à terme les pays où les prix augmenteront le plus vite.

5. Voir : J. Fayolle et C. Mathieu : « Les positions compétitives en Europe à la veille de l'Union monétaire », *Lettre de l'OFCE*, n° 176, 22 juin 1998.

*8. Union européenne : part des exportations dans le PIB*

*9. Produits manufacturés : exportations et demandes adressées*

*10. Evolution de la compétitivité dans l'Union européenne entre 1987 et 1997 **

| 1987 = 100 | 1997 |
|---|---|
| Portugal | 148 |
| Grèce | 143 |
| Royaume-Uni | 126 |
| Belgique/Luxembourg | 105 |
| Espagne | 104 |
| Suède | 100 |
| Autriche | 99 |
| Danemark | 98 |
| Allemagne | 95 |
| France | 95 |
| Pays-Bas | 92 |
| Italie | 92 |
| Irlande | 80 |
| Finlande | 78 |

* Représentée par l'évolution des coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie, de chaque pays par rapport à ses partenaires de l'Union, dans une monnaie commune. Une hausse correspond à une dégradation de la compétitivité.
*Sources* : Commission européenne (DG II), calculs OFCE.

## Pétrole : un marché saturé

La baisse du prix du pétrole a commencé à la fin de l'année dernière : les cours du Brent sont passés de 19 dollars le baril en moyenne en 1997 à 12 dollars durant l'été dernier. Cette baisse illustre la situation d'excès d'offre du marché pétrolier. Face à une demande qui n'a cessé de diminuer sous l'effet notamment de la crise asiatique — en juin dernier, le département de l'énergie américain estimait son impact à 0,6 million de barils par jour (mbj) — de la récession japonaise et d'un niveau de stocks très important dans les pays industriels au premier semestre, les pays producteurs tentent de se concerter pour réduire l'offre globale de pétrole brut et éviter un nouveau contre-choc pétrolier. Jusqu'à maintenant, les coupes décidées en mars (de 1,245 mbj) et en juin (de 1,355 mbj) ont été insuffisantes pour soutenir les cours.

Après une révision à la baisse de la demande mondiale en 1998 (0,8 mbj entre février et septembre 1998), à 74,5 mbj, l'Agence internationale de l'énergie prévoit une remontée de 1,6 mbj en 1999. Selon nos prévisions, cette prévision devrait être réduite de quelque 0,4 mbj, ce qui, combinée à la fin du stockage, devrait conduire à une stabilisation de la demande totale de pétrole en 1999 (tableau 11). Compte tenu d'une légère progression de la production hors OPEP, une baisse de la demande adressée à l'OPEP (1,2 mbj) serait donc à attendre en 1999 et de nature à peser sur les prix. D'où l'enjeu des décisions qui devront

être prises lors de la rencontre des pays producteurs à Vienne, en novembre. La remontée de septembre aux alentours de 14,5 dollars le baril pourrait provenir d'un regain d'optimisme qui, selon nous, devrait être passager. Devant la modération des perspectives de demande, la baisse de l'offre devrait permettre aux cours de remonter légèrement mais ceux-ci ne devraient pas dépasser 14,5 dollars le baril au dernier trimestre 1999.

*11. Hypothèses sur l'équilibre du marché pétrolier*

| En millions de barils/jour | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|---|
| Demande mondiale [1] | | | | |
| Prévisions OFCE | | | 74,5 | 75,7 |
| AIE | 71,8 | 73,8 | 74,5 | 76,1 |
| Offre non OPEP [2] | | | | |
| AIE | 43,6 | 44,4 | 44,9 | 45,8 |
| Production OPEP de NGL [3] | | | | |
| AIE | 2,6 | 2,8 | 2,9 | 3,1 |
| Variations de stocks [4] | | | | |
| AIE | 0,2 | 0,6 | 1,25 | 0 |
| Demande de pétrole brut adressée à l'OPEP [1] + [4] – [2] – [3] | | | | |
| Prévisions OFCE | | | 27,95 | 26,8 |
| AIE | 25,8 | 27,2 | 27,95 | 27,2 |

*Sources* : Agence internationale de l'énergie (AIE), prévisions OFCE.

## 1998 : année noire en Asie

Après un rythme de croissance moyen voisin de 8 % jusqu'en 1996, la région Asie en développement dans son ensemble devrait connaître une stagnation cette année suivie d'une croissance de 3 % en 1999. Dans les pays les plus touchés (Corée du sud, Thaïlande, Indonésie et Malaisie), le point bas de la crise a probablement été atteint vers le milieu d'année. L'assèchement des liquidités induit par le retrait massif de capitaux étrangers et la faillite des systèmes financiers locaux a provoqué un ajustement violent de l'offre (insuffisance de trésorerie dans les entreprises, problèmes d'approvisionnement, montée des créances douteuses et faillites en cascade) qui pourrait conduire à une récession de 8 % sur l'ensemble de l'année pour ces pays (de 16 % en Indonésie). 1999 devrait entrevoir une timide reprise dans ces pays (– 1 % en moyenne) tandis que d'autres pourraient souffrir de la dégradation de leur compétitivité (Chine et Taiwan).

Afin de rassurer les marchés et favoriser un retour des capitaux, la gestion de la crise conduite ou largement inspirée par le FMI, a jusqu'à cet été reposé sur deux axes majeurs :

— un ajustement conjoncturel par la mise en place de mesures de politiques économiques restrictives, semblables à celles suivies en 1995 au Mexique : relèvement des taux d'intérêt pour stabiliser les parités et resserrement de la politique budgétaire. Les taux d'intérêt réels coréens et thaïlandais ont culminé à 15 % en début d'année tandis que les dépenses publiques faisaient l'objet d'un contrôle serré (notamment suppression de tous les plans d'investissement en capital programmés) ;

— un ajustement structurel visant à restructurer et à assainir les systèmes financiers et, dans certains pays, l'appareil productif. En Indonésie, Corée du sud et Thaïlande, les créances douteuses atteignent 40 % du PIB.

## Recapitalisation, renégociation et restructuration

Les pays les plus touchés par la déroute financière ont présenté les uns après les autres des plans de sauvetage plutôt bien accueillis par les marchés et qui ont débuté dès l'été 1998. L'Indonésie qui présente le taux de créances douteuses le plus élevé (entre 50 et 75 % du total des prêts) dans un secteur fortement éclaté (plus de 200 banques initialement) a mis en place une structure *ad hoc*, l'IBRA, qui prend en charge la gestion des banques les plus saines et apporte la garantie de la Banque centrale sur leurs dépôts. Un processus de fusions de grande ampleur devrait permettre de recapitaliser le système par un système de solidarité croisée entre banques. Face au besoin élevé de liquidités, la loi limitant à 49 % la participation étrangère dans le capital des banques a été

levée. En Corée du Sud, après la fermeture de plusieurs banques commerciales déclarées insolvables en 1997 et au début de 1998, un fonds public de soutien (d'un budget initial de 50 milliards de won, porté à 67 milliards en septembre) a été créé en mai dernier pour racheter les créances douteuses (avec une décote de 50 %) et recapitaliser les banques en difficulté. Ce fonds sera financé en grande partie par des obligations convertibles à terme en actions. Simultanément, l'Etat préconise des fusions forcées afin de rationaliser les opérations des 22 banques commerciales restantes. La Malaisie, où les prêts douteux représenteraient 25 % du total des créances, procède de la même façon. Le plan de sauvetage que la Thaïlande vient de présenter ne prévoit pas le rachat des créances douteuses, mais repose sur la nationalisation des établissements financiers les plus fragiles (6 des 12 banques existantes seront publiques mais 2 seront vendues vers la fin de l'année) et pour les autres qui s'engagent à provisionner leurs créances et à restructurer leurs actifs, l'injection de 300 milliards de baht (10 milliards de dollars) financée par des émissions d'obligations et échangeable à terme contre des parts dans le capital des banques. Jusqu'alors, la recapitalisation faisait appel aux capitaux étrangers, l'Etat garantissant la valeur des actifs pendant 5 ans.

La Corée du Sud et l'Indonésie ont renégocié leurs engagements extérieurs. En mars dernier, la Corée du sud, quasiment en cessation de paiements, était parvenue à un accord de rééchelonnement de la dette interbancaire avec les banques créditrices. En juin, l'Indonésie, confrontée au même problème d'insolvabilité a négocié à Francfort un accord portant sur 67 milliards de dollars de dette privée aux mains des banques et des entreprises. Les banques ont accepté de rééchelonner sur 8 ans avec une période de grâce de 3 ans pendant lesquels seuls les intérêts seront payés. Pour les débiteurs intéressés, la Banque centrale prend à sa charge le risque de change lié au remboursement par le secteur privé. Cet accord prendra effet en juin 1999. D'ici là, les banques internationales acceptent de refinancer les lignes de crédit commerciaux aux entreprises et la dette interbancaire à court terme. Plus récemment, dans le cadre du Club de Paris, une partie de la dette publique (4,2 milliards de dollars) vient également d'être renégociée.

Ces restructurations s'accompagnent d'importants mouvements de réorganisation de la structure productive, nécessaires à la consolidation financière des entreprises. Afin d'accélérer les procédures et mieux protéger les créanciers, des lois sur les faillites ont été établies. Les plafonds sur la participation étrangère au capital des sociétés ont été relevés, voire supprimés. Les processus de fusions-acquisitions se mettent progressivement en place, notamment en Corée du Sud où les *chaebols* coréens sont fortement encouragés à se recentrer sur les 5 secteurs les plus rentables. Attirés par la baisse du prix des actions et des monnaies, les capitaux étrangers n'ont pas déserté la zone. Au premier trimestre, les investissements directs sont restés positifs dans la région,

notamment au bénéfice de la Corée du Sud et de la Thaïlande, mais aussi de la Malaisie et de l'Indonésie. Au cours des mois prochains, les fusions-acquisitions devraient rester importantes sous l'impulsion des investisseurs européens (allemands principalement) et américains.

## Une situation conjoncturelle très dégradée

En attendant que ces plans produisent leurs effets, la situation conjoncturelle ne cesse de se dégrader. La crise du système financier se solde par une insuffisance de liquidités, des faillites en cascades et une fragilisation des entreprises mêmes les plus saines. L'activité au premier semestre a été particulièrement sombre en Indonésie et en Thaïlande (la production industrielle a chuté de près de 20 % sur un an). En Corée du Sud, Malaisie et Hongkong, la récession est installée depuis le début de l'année (chute de 6,6 %, 6,8 % et 5 % respectivement sur un an au deuxième trimestre). On peut espérer cependant que le point bas de l'activité ait été atteint vers le milieu de cette année. La Chine qui évoluait au rythme de 8 % au second semestre 1997, a ralenti à 7 % et les inondations de cet été pourraient amputer d'un point au minimum la croissance en cours.

La situation sociale reste extrêmement tendue. En Corée du Sud, les fermetures de PME et les restructurations industrielles entraînent une montée du chômage et des mouvements de grève particulièrement importants du fait de la force de l'organisation syndicale, qui oblige les entreprises et le nouveau gouvernement à revenir sur les plans de licenciements massifs annoncés. Bien que le mouvement syndical thaïlandais soit moins puissant, les tensions sont également très présentes. En Chine, le pouvoir politique est conduit à différer les projets de privatisations pour contenir la hausse du chômage (estimée à 10 millions) et les dérives éventuelles. Mais c'est en Indonésie que les conséquences sont les plus dramatiques pour la population. Selon l'OIT, la crise économique pourrait à la fin de l'année conduire presque la moitié de la population à vivre sous le seuil de pauvreté.

La chute des importations qui découle de la contraction des demandes intérieures devrait freiner sensiblement la reprise des exportations de la zone étant donné l'importance du commerce régional (50 % des exportations sont orientées vers l'Asie), d'autant que la capacité d'exportation a pu être affectée par les problèmes de liquidité des entreprises. Des pays à fort degré d'ouverture tels que la Malaisie, Singapour ou Taiwan devraient particulièrement souffrir de cet effet dépressif.

Cette perte des débouchés régionaux a été partiellement compensée par la réorientation des exportations vers des marchés plus porteurs, tels que les Etats-Unis et l'Europe. S'il est difficile de conclure sur cette question étant donné le peu d'informations sur le partage volume-prix

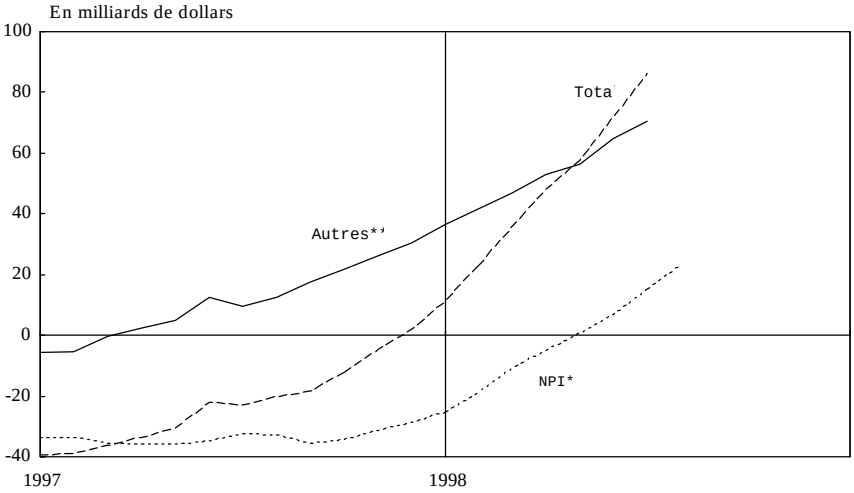
des échanges en valeur, on peut extrapoler à partir du cas coréen où plus d'informations sont disponibles. Ainsi, au deuxième trimestre, la stagnation des exportations coréennes en valeur sur un an proviendrait d'une baisse des prix de 20 % en dollars (moins de la moitié de la dévaluation du won/dollars) et d'une progression de 20 % des volumes. Ce comportement a probablement été assez fréquent dans les pays qui ont connu de fortes baisses des taux de change. Pour les autres, la dégradation de la compétitivité devrait se traduire par de mauvaises performances à l'exportation et un effet dépressif sur leur activité.

Ainsi, même si les effets prix masquent de bons résultats à l'exportation pour les pays qui ont dévalué, les exportations en dollars baissent dans l'ensemble des pays de la région : – 15 % sur un an au deuxième trimestre à Singapour, – 9 % en Thaïlande, – 4 % à Hongkong, stagnation en Corée (mais – 13 % en juillet) et en Chine.

Combinée à la baisse du prix des produits en provenance des fournisseurs asiatiques et à un ajustement des prix des pays à monnaies fortes, la chute des volumes importés explique les mouvements violents enregistrés sur les valeurs : – 40 % sur un an au deuxième trimestre en Corée du Sud, Thaïlande et Indonésie, et – 30 % à Singapour.

Dans ces conditions, le redressement des balances commerciales est spectaculaire (100 milliards de dollars pour l'ensemble des NPI, de l'ASEAN, de la Chine et de l'Inde en données cumulées sur les 12 derniers mois entre juillet 1997 et juillet 1998) et provient essentiellement de la chute des importations.

*6. Balance commerciale cumulée sur 12 mois*




* Corée du Sud, HongKong, Singapour, Taïwan.
** Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Chine, Inde
*Source :The Economist.*

## Les tendances déflationnistes à l'œuvre

La crise, par l'impact dépressif qu'elle a sur l'économie réelle, s'imprime de plus en plus dans les prix du commerce mondial. Malgré la réduction de la production de pétrole en mars et en juin derniers, les prix du Brent sont restés à un niveau plancher, plombés par un excès d'offre qui devrait perdurer en 1999. Les cours des matières premières sont également fortement orientés à la baisse : – 20 % sur un an en septembre dernier, – 25 % pour les métaux (– 35 % pour le cuivre). L'Asie consomme 35 % de la production mondiale d'aluminium, 40 % de celle de cuivre et 60 % de celle de coton.

De plus, ces tendances déflationnistes pourraient être attisées par des excédents structurels de capacités dans certains secteurs (électronique, automobile, sidérurgie et pétrochimie). Si cette situation n'est pas récente, elle a jusqu'à 1996 été relativement facile à gérer du fait d'une croissance forte. Or, aujourd'hui, la guerre des prix est d'autant plus aiguë qu'elle se situe dans un contexte de demande déprimée et de concurrence japonaise accrue par l'évolution du yen au cours de l'été dernier. Les prix des exportations japonaises étant fortement corrélés aux variations de change face au dollar, la baisse du yen à 1 dollar pour 145 yen à la mi-août a été un facteur d'instabilité dans la région, alimentant la crainte d'un nouveau round de dévaluations compétitives, intégrant cette fois le yuan chinois. La combinaison d'un excédent d'offre et d'une insuffisance de la demande exacerbe les déséquilibres et fragilise davantage les économies les plus exposées (on estime qu'aujourd'hui, la Corée du sud et la Chine fonctionnent aux deux tiers de leurs capacités, et la Thaïlande à 50 %).

Après s'être imposé une cure d'austérité sévère, la Corée du Sud et la Thaïlande semblent retrouver une certaine stabilité tout au moins sur les marchés des changes, ce qui leur a permis une détente de 15 points des taux d'intérêt jusqu'à la fin septembre. Cet assouplissement s'est combiné à un relâchement de l'objectif de déficit budgétaire en accord avec le FMI à 4 % en Corée et 3 % en Thaïlande. Mais d'autres pays restent encore très vulnérables plus d'un an après le déclenchement de la crise. La crise de défiance de cet été, qui a conduit la Russie à recourir au FMI, obligé Hongkong à enfreindre sa règle de non intervention sur les marchés boursiers, et conduit l'Amérique latine sur le chemin de la récession, relance le débat sur la gestion de la crise et le bien fondé des mesures restrictives qui ont été suivies jusque là. La Malaisie, particulièrement vulnérable à son environnement externe et en proie à des dissensions politiques, a décidé de mener une politique volontairement expansionniste. Le contrôle sur les mouvements de capitaux a été rétabli (instauration d'un taux de change fixe) en même temps qu'une politique budgétaire de relance était mise en place. La Chine, qui pâtit d'un taux de change trop élevé, ne peut compter sur ses exportations pour compenser le ralentissement interne. Or, malgré les détentes successives, la

baisse des prix de détail rend la politique monétaire extrêmement contraignante pour les entreprises et les ménages. Après l'échec des mesures du printemps dernier, le gouvernement vient lui aussi d'annoncer un nouveau plan de relance de grande ampleur par des investissements en infrastructure (100 milliards de yuan, soit 1,3 point de PIB). L'Indonésie pourrait ne pas être insensible à cette réorientation.

En contrant l'impact dépressif du commerce régional et en atténuant l'effet des restructurations, le revirement des politiques économiques dans ces pays pourrait avoir des effets positifs à court terme, le temps que le calme revienne dans la région. 1999 devrait donc être une année de stabilité, après l'orage de 1998.

# L'Amérique latine au bord de la crise

L'amplification de la crise asiatique au premier semestre 1998 et la déflation sur les prix des matières premières qu'elle a provoquée ont fortement secoué les économies d'Amérique latine. Déjà victime d'une crise de confiance à la fin de 1997, qui avait amené certains pays à relever fortement leur taux d'intérêt (Brésil, Argentine) ou à laisser se déprécier leur monnaie (Chili, Mexique), l'Amérique latine fait de nouveau l'objet de turbulences depuis la crise russe. Nettement moins capitalisées que leurs consœurs d'Asie, les places boursières ont chuté de 40 % entre juillet et septembre en Argentine et au Brésil et de 25 % au Chili et au Mexique sous l'effet d'un retrait massif de capitaux témoignant d'une crise de confiance à l'égard des pays émergents, bien plus sévère que la précédente.

Si le vent de panique de l'hiver dernier avait déjà fortement ralenti les perspectives de croissance dans cette zone, l'évolution de l'environnement international au premier semestre a aggravé le scénario :

— la baisse des cours du pétrole a été plus forte que prévue. Celle-ci fragilise certains pays tels que le Venezuela et l'Equateur dont les exportations dépendent respectivement à 75 % et 30 % du pétrole;

— la poursuite de la baisse des cours des autres matières premières, et notamment du cuivre, dont le Chili et le Pérou sont d'importants exportateurs, intervient comme un nouveau coup de frein à la croissance;

— il en résulte des pertes de rentrées fiscales qui posent d'importants problèmes de finances publiques dans des pays dont les budgets sont très dépendants de la fiscalité sur les matières premières énergétiques (Mexique);

— l'approfondissement de la crise en Asie, et notamment au Japon a réduit la demande étrangère adressée à ces pays, déjà confrontés au ralentissement conjoncturel américain et à une compétitivité dégradée.

Du fait de cette détérioration des perspectives d'exportation, nombre de pays ont dû freiner la croissance de leur demande interne pour éviter un dérapage trop lourd de leurs balances courantes. Déjà fortement révisées à la baisse l'année dernière, les prévisions pour 1998 de l'ensemble des pays les plus exposés aux variations de cours des matières premières ou les plus impliqués en Asie (Venezuela, Equateur, Chili, Pérou, Colombie, Bolivie) sont encore rabaissées de 2 points, à 2,4 %.

Les autres pays (Brésil, Mexique, Argentine) restent sous la contrainte des politiques d'ajustement adoptées en décembre dernier. Le Brésil, dont l'activité ne cesse de se ralentir depuis le milieu de l'année dernière (1,1 % en glissement annuel sur un an au premier trimestre, contre 4 % un an plus tôt) a continué de subir une forte contrainte monétaire, même si les taux courts ont pu être abaissés sensiblement entre le point haut de décembre (45 %) et le début du mois d'août

(19 %). Les taux réels sont restés malgré tout très élevés : 15 % en fin de période du fait d'une inflation maintenant sous contrôle. Le service de la dette publique, dont la majorité des engagements sont à taux variable, ne cesse d'augmenter et de creuser davantage le déficit budgétaire qui devrait cette année frôler 8 % du PIB (après 4 % en 1996). La perspective des élections d'octobre a évité un resserrement trop marqué des dépenses mais a également différé l'ajustement, ce que n'aiment pas les marchés. La balance commerciale s'est redressée légèrement mais le déficit courant pourrait atteindre 4 % du PIB.

La dégradation des comptes externes et des finances publiques, particulièrement sensible au Brésil, fragilise les monnaies ce qui, en dépit de fondamentaux plus favorables qu'en Asie (inflation sous contrôle, endettement privé faible, système financier plus robuste malgré quelques faiblesses au Mexique notamment, moins forte volatilité des capitaux,...), crée des facteurs d'instabilité.

L'Amérique latine a aussi son talon d'Achille : ses taux de change. Avec les dévaluations d'Asie, la surévaluation des monnaies régionales est devenue patente. Ces monnaies sont donc ressenties comme fragiles par les marchés. Or, la majorité d'entre elles sont reliées au dollar par un système de change fixe (*currency board* [6]) en Argentine, ou à crémaillère (change flottant dans une bande étroite de fluctuations et modifiée à intervalles fréquents par la Banque centrale). Pilier des plans d'ajustement de lutte contre l'inflation mis en place dans les années quatre-vingt-dix (1991 en Argentine, 1994 au Brésil), l'ancrage à une monnaie forte a été à la base de la réussite de ces plans. Seul le Chili avait opté pour une dévaluation du peso en décembre dernier et le Mexique, qui pratique depuis la crise de 1994 un système de change flottant, avait laissé sa monnaie se déprécier librement.

Refusant de céder à la pression pour éviter le retour de l'hyperinflation, les pays d'Amérique latine ont réagi rapidement à la crise financière de cet été. Les taux d'intérêt sont passés à 40 % au Brésil (35 % en terme réel), et 25 % en Argentine (24 % en réel). Le Mexique, qui a vu sa monnaie se déprécier de 25 % depuis le début de l'année, craint la relance d'une spirale dévaluation — inflation. Les taux d'intérêt ont là aussi été remontés très sensiblement (30 % en réel). Les Banques centrales sont intervenues massivement sur les marchés des changes : en un mois, les réserves en devises de la Banco do Brasil, estimées à 70 milliards de dollars avant la crise, ont baissé à 47 milliards en septembre. Simultanément des plans d'ajustement budgétaire sont mis en place.

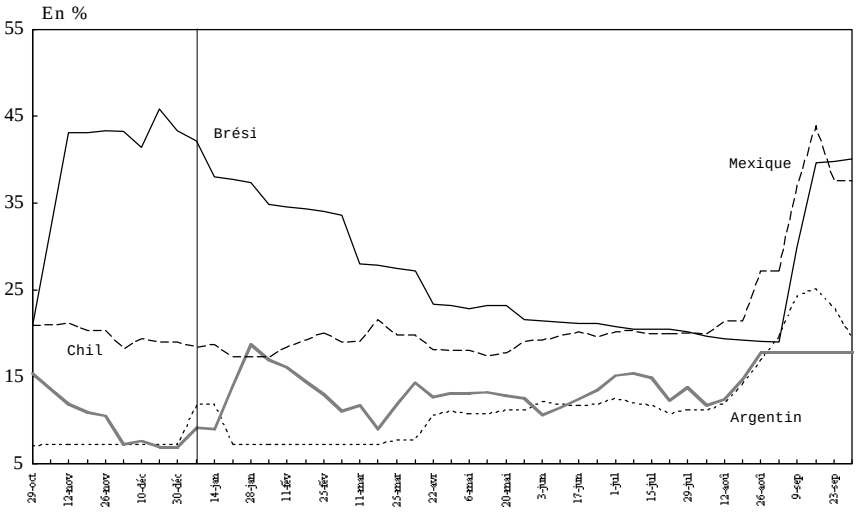
Cette hémorragie de capitaux (plus de 30 milliards de dollars seraient sortis du Brésil entre le déclenchement de la crise russe et la fin septembre) pèse sur les marchés des changes : le peso colombien et le sucre

6. Ce système stipule que la masse monétaire en circulation doit être l'exacte contrepartie du montant de réserves en devises détenu par la Banque centrale.

équatorien ont dû être dévalués en septembre (de 9 % et 15 % respectivement) ; les marchés anticipent que le tour du peso vénézuélien est proche (les investisseurs craignent également un défaut de paiement sur la dette extérieure après les élections présidentielles de décembre prochain). Le real brésilien reste très fragile, handicapé par l'échéance prochaine du déboursement de plus de 40 milliards de dollars au titre de la dette extérieure. Des discussions avec le FMI pour débloquer un soutien financier sont en cours. En attendant, la difficulté d'accès au financement à long terme (hausse des primes de risques sur les obligations Brady) rend le bouclage des comptes externes assez délicat.

Les perspectives pour 1999 dépendent donc des évolutions du marché des changes. Une dépréciation du real brésilien déstabiliserait profondément la région, et entraînerait une crise majeure (fuite des capitaux, et retour de l'hyperinflation). Nous supposons que l'intervention croissante de la communauté internationale de plus en plus en plus sensibilisée par les effets de la crise financière sur l'économie mondiale, devrait rassurer les marchés et désamorcer les pressions. Il n'empêche que les grands pays (Brésil, Mexique et Argentine) ne pourront éviter la récession et que les autres pâtiront du maintien des prix bas de leurs exportations.

*7. Taux d'intérêt à court terme*




*Source* : *The Economist,* relevé hebdomadaire.

## Japon : une crise structurelle

La récession japonaise s'est encore aggravée depuis le début de l'année. Le PIB a diminué de 2 % au cours des deux premiers trimestres de 1998. La production manufacturière est en recul de plus de 10 % en juillet 1998 par rapport à son point haut d'avril 1997, plus de la moitié de cette baisse se concentrant sur les six derniers mois. L'ampleur de la crise régionale asiatique, et la remise en cause des plans d'investissement ont mis en échec le scénario de récupération lente envisagé lors de la précédente projection ; mais étant eux-mêmes largement endogènes à la crise nipponne, ces deux éléments ne sauraient constituer des facteurs explicatifs. Le Japon demeure en effet le grand malade du monde développé à la mi-1998, malgré la mobilisation intensive des instruments traditionnels de politique économique depuis 5 ans. Les injonctions récurrentes du G7 appelant le gouvernement nippon à plus de volontarisme politique pour ranimer la demande intérieure, pourraient laisser supposer l'inverse. Pourtant avec des taux d'intérêt quasi nuls, une monnaie dépréciée, et une succession de plans de relance — dont la Comptabilité nationale confirme en dépit de ce qui est souvent dit qu'ils ne se sont pas réduits à de simples effets d'annonce — se pose la question de l'efficacité des instruments traditionnels de régulation macroéconomique. Comment se fait-il qu'un pays qui a tant fait pour relancer son économie n'en retire pas plus de gains ? La réponse conventionnelle qui consiste à incriminer le manque de dérégulation économique et financière n'est guère satisfaisante, au moins pour le court terme. Il est effectivement difficile de soutenir que le lancement de vastes plans de fusions et de restructurations industrielles et financières et que la mise au chômage du sureffectif chronique seraient porteurs de croissance dans les années qui viennent.

La résurgence du problème de restriction du crédit, que révèlent les enquêtes auprès des entreprises, rappelle que les autorités nipponnes n'ont pas su traiter efficacement les problèmes financiers hérités du précédent cycle de croissance. Le problème des créances douteuses persiste en dépit d'un provisionnement partiel. Il continue à détériorer les bilans si l'on considère la montée actuelle des faillites industrielles et de l'insolvabilité des débiteurs asiatiques. Non pas qu'une thérapie n'ait pas été tentée. Cette dernière a essentiellement consisté à faire jouer à la Banque centrale son rôle de prêteur en dernier ressort, et à diminuer fortement le taux de refinancement. Elle consistait aussi à faire jouer la « solidarité de place », la recapitalisation et l'annulation de la dette des intermédiaires en faillite étant à la charge des banques. Mais la pratique de taux extrêmement bas, a surtout servi de levier au financement de capacités dans d'autres parties du monde. Le Japon qui souffrait déjà de suraccumulation doit maintenant chercher son insertion dans un environnement régional lui même en surcapacité.

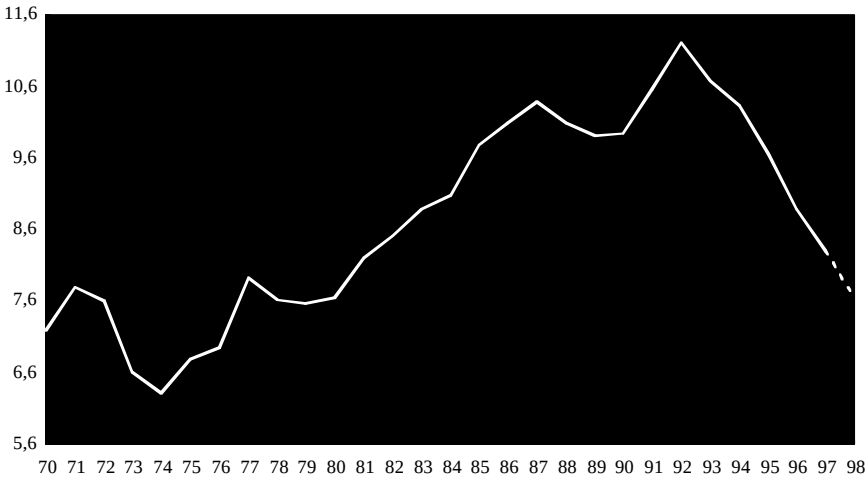
En ne s'impliquant pas à temps dans une recapitalisation du système financier, comme l'ont pratiquée les Etats-Unis ou les pays d'Europe du Nord au début des années quatre-vingt-dix, le gouvernement nippon a probablement commis une erreur. Car la persistance de tendances baissières sur le marché des actions, qui limite la capacité de prêt des banques, est liée principalement au besoin persistant des entreprises ou des institutions financières de renforcer leurs fonds propres. Une recapitalisation plus précoce des organismes en crise, financée par de la dette publique, chemin que prend aujourd'hui le gouvernement, aurait probablement permis d'éviter certains écueils soulevés plus haut. Elle aurait atténué l'effet dépressif sur la Bourse qu'exerce le besoin de recapitalisation des banques. Elle aurait aussi levé rapidement le principal frein au crédit domestique que constitue la contrainte du ratio Cooke.

Elle aurait enfin évité les effets négatifs de l'aplatissement de la courbe des rendements sur la rentabilité bancaire. Depuis 1994 la Banque du Japon a fortement gonflé son actif et accru la liquidité sur le marché monétaire en se portant massivement acquéreur de titres de dette publique. Cette déformation du bilan, en partie normale dans une période où seul l'Etat s'endette, ne résout pourtant pas la restriction du crédit qu'elle voulait prévenir. La Banque centrale a sans doute poussé trop loin la monétisation de la dette publique, dans une situation où l'abondance de l'épargne ne crée aucun risque d'éviction. Désireuse de soutenir le prix des actifs à long terme, notamment des actions, elle a artificiellement abaissé les taux à long terme. Cette stratégie a été payante dans un premier temps, concernant le *Nikkeï*, mais a vite rencontré ses limites. Elle a incité les institutions financières à rechercher de meilleurs rendements en internationalisant leur actif. De plus, l'aplatissement de la courbe des rendements qui en a résulté a été défavorable à la rentabilité de l'activité d'intermédiation des banques, diminuant l'incitation à prêter à long terme. Dès lors, la politique expansionniste de la banque centrale gonfle la base monétaire (à un rythme voisin à la mi-1998 de 8 % l'an) mais ne réactive pas le crédit intérieur au secteur privé (graphique 8), qui stagne ou régresse légèrement depuis le début de 1994 (graphique 9).

Le rationnement du crédit sur le marché domestique, est perçu aujourd'hui comme un problème de plus en plus pénalisant par les entreprises, confrontées à des difficultés croissantes de trésorerie. La dégradation de leur bilan et la mémoire des erreurs passées d'appréciation des risques détournent les intermédiaires de leur rôle traditionnel d'assureur. Or la prise de risque des intermédiaires financiers dans les périodes de repli de la demande, était traditionnellement un facteur stabilisateur de l'activité. Le maintien des plans d'investissement, largement financés par le passé sur ressources externes, et l'absorption des difficultés de trésorerie des entreprises en période de crise, épargnaient un ajustement massif de la masse salariale et stabilisaient l'économie. L'enquête *Tankan*

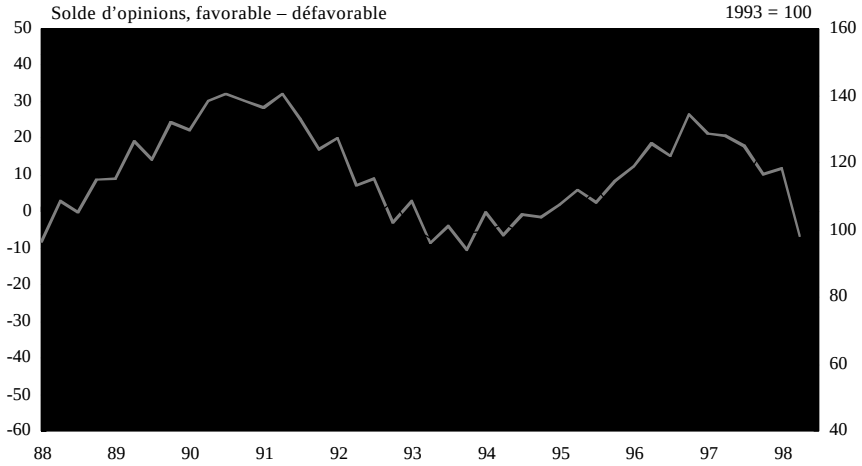
de la Banque du Japon révèle depuis la mi-1997 une nette dégradation des appréciations que portent les entreprises sur leur facilité d'accès au crédit et sur leur situation financière. La montée des faillites industrielles, la révision à la baisse des plans d'investissement, la compression des salaires, et dans une moindre mesure de l'emploi, en portent la marque.

*8. Ratios de crédit au Japon*




* Estimation pour 1998.
*Sources* : Banque du Japon, FMI.

*9. Facilité d'accès au crédit (TANKAN), investissement et nombre de faillites*




* Estimation pour 1998.
*Sources* : Banque du Japon, Economic Planing Agency (EPA).

Depuis le milieu de l'an dernier l'emploi se dégrade au rythme de 1 % l'an, tandis que les salaires nominaux sont dans le secteur manufacturier sur une pente légèrement négative. La consommation et l'investissement résidentiel sont en net repli et les chiffres de juillet concernant les mises en chantier, les immatriculations ou le commerce de détail ne dessinent aucune amorce de récupération des niveaux atteints au début de 1997.

Par ailleurs les très faibles rendements nippons ont contribué à alimenter l'euphorie financière à travers le monde (voir partie financière). Les marchés internationaux ont incorporé le fait que les bas taux d'intérêt et les excédents d'épargne de ce pays, diffusés au reste du monde par la recherche de rendements des investisseurs nippons et le gonflement des réserves de change, nourrissaient l'abondance et un faible coût des fonds prêtables. Cet apport de liquidité sur les marchés de titres a probablement conduit à sous-estimer les risques, notamment sur les marchés émergents, et peut-être sur le marché américain. Le dynamisme ainsi suscité dans les deux principales zones d'exportation nipponne a incontestablement amorti la crise dans un premier temps. Mais le dégonflement de la bulle financière dans les pays émergents, et probablement aux Etats-Unis, laisse derrière elle des excédents de capacité productive, dont la rentabilité a été surestimée. Le Japon a dès lors exporté son problème de surcapacité, qui, généralisé à plusieurs zones du monde, dégrade aujourd'hui ses débouchés extérieurs. Ce problème de surcapacités régionales cherche sa solution dans une vague de dévaluations, à laquelle prennent part le yen, les devises émergentes, et dans une moindre mesure le dollar; et que seul le débouché européen pourra à l'avenir absorber.

Les secousses financières à travers le monde constituent dès lors un facteur aggravant de la crise que connaît le Japon, alors que jusqu'ici, une correction violente du prix des actifs internationaux, notamment dans les pays émergents et aux Etats-Unis, apparaissait comme un risque induit par une reprise et une remontée des rendements nippons. La déflagration s'est produite alors même que la probabilité de taux d'intérêt plus attrayants au Japon s'éloignait et que les problèmes bancaires semblaient circonscrits. La rechute de l'activité a pu certes faire resurgir les craintes d'un effondrement du système financier japonais. Mais ce n'est pas la première fois depuis 1991 que le marché est confronté à ces craintes. En revanche, sans en être le déclencheur, le Japon a probablement joué comme amplificateur de la crise régionale. D'une part parce que la faible qualité du bilan des intermédiaires financiers liée à la défaillance des débiteurs nationaux, a probablement encouragé un retrait rapide et massif des actifs nippons des zones à risque. D'autre part parce que la défiance à l'égard du yen a aggravé les risques de dévaluation en chaîne. Enfin parce que la similitude des symptômes de crise entre le Japon et ses voisins, a affaibli les espoirs d'une récupération rapide de la zone.

## Perspectives

Les multiples chocs, externe, budgétaire (recul de l'investissement public), financier, qui se sont concentrés au premier semestre 1998 donnent cependant une perception excessivement noire de la conjoncture nipponne (tableau 12). Le Japon devrait au cours du second semestre échapper à la dépression cumulative, grâce à la fois à la dépréciation de son taux de change effectif après février, à l'injection de fonds publics dans le système bancaire et à la relance des programmes de travaux publics. La dépréciation du yen vis-à-vis des monnaies européennes et du dollar a déjà permis de limiter l'appréciation du taux de change effectif qui aurait dû résulter de l'effondrement de certaines devises régionales. Dès lors, le recul des exportations totales reste modéré, malgré une chute de près de 20 % des volumes vers l'Asie. La stabilisation de ces derniers, conjuguée à des accroissements de ventes proches de 20 % vers l'Europe, et à la stagnation des importations, conférera au commerce extérieur une contribution positive à la croissance en 1999.

L'adoption en avril 1998 du collectif de relance proposé en juin 1997, en dépit de son caractère massif (3,3 % du PIB), permettra tout au plus de passer d'une politique budgétaire restrictive, à une politique légèrement expansive. La progression de l'investissement public restera modérée, compte tenu des dépenses initialement programmées; quant à la baisse de la fiscalité sur les ménages, elle ne fait que proroger une mesure déjà acquise en 1998. De son côté l'investissement privé devrait moins plomber l'activité dans les semestres à venir. L'ajustement de l'investissement productif a été en effet brutal et concentré (10 % de baisse cumulée au premier semestre), allant très au-delà du recul programmé dans les plans d'investissement. On peut dès lors penser que ce dernier aura à l'avenir un impact moins dépressif. La stagnation des salaires et de l'emploi ne permet pas en revanche d'anticiper un redressement des dépenses des ménages.

## Etats-Unis : une récession sous conditions

Les signes de ralentissement de la demande intérieure sont encore ténus aux Etats-Unis. Le retournement brutal retenu dans cette projection repose sur deux mécanismes forts. D'une part un coup d'arrêt brutal du financement à crédit de la consommation et de l'investissement, d'autre part la répercussion traditionnellement rapide d'un ralentissement de la production sur l'emploi. Les intermédiaires financiers nationaux ont, on l'a vu dans la partie financière, fortement accru leur exposition au risque, et soutenu de ce fait l'accumulation du capital privé. Ils ont aussi alimenté le dynamisme régional (dans l'ALENA et le reste de l'Amérique latine). La recomposition de leurs portefeuilles qui s'opère aujourd'hui affectera l'activité. La détente monétaire programmée à court terme n'y changera rien. Cette dernière est déjà incorporée dans le niveau des taux longs, et l'inversion actuelle de la courbe des taux est caractéristique d'une période de repli sur la liquidité. Au faible niveau actuel des taux à long terme et avec la dégradation des profits qui se profile, les plus-values financières sont derrière et les prêteurs préfèrent les placements courts.

Les pertes subies sur les titres diminuent la richesse des ménages et la rentabilité des banques. Le basculement sera précipité par la brutalité de la crise financière, qui menace la solvabilité des banques et tendra à accroître la sélectivité du crédit. Les Etats-Unis entrent dès lors dans une phase de dépression (réelle et sur les actifs), où les entreprises cherchent à rétablir leur rentabilité et à renforcer leurs fonds propres. Les faibles taux d'utilisation des capacités, traditionnellement interprétés de manière favorable puisque qu'ils reculent le seuil des tensions inflationnistes, risquent de constituer un facteur aggravant de la crise. Ils dénotent en effet une tendance à la suraccumulation, et l'ajustement à la baisse de l'investissement que requiert sa correction aggrave le ralentissement. Si ce diagnostic, éloigné du consensus actuel, est pertinent, l'ajustement traditionnellement rapide de l'emploi, conduit à une rupture nette de la dynamique antérieure. Ce type de profil est caractéristique de la plupart des récessions américaines.

L'économie américaine avait de nouveau connu une croissance particulièrement dynamique au premier semestre 1998 (4 % en rythme annualisé). Cette performance a principalement été impulsée par la demande intérieure. Elle s'est accompagnée d'une forte hausse des importations. La composante extérieure a donc particulièrement pesé dans la mesure où en même temps les exportations se sont contractées pour la première fois depuis 4 ans. Ce repli est d'autant plus remarquable que les exportations constituaient jusqu'à présent un moteur fondamental de l'activité américaine, contribuant pour plus de 1 point en moyenne chaque trimestre aux 3,3 % de croissance moyenne. Le deuxième trimestre a constitué une mauvaise copie du premier du fait de la grève chez General Motors qui a grevé la croissance du PIB à hau-

teur de 0,5 point principalement par son effet sur les stocks, les variations de stocks ayant contribué pour – 2,7 points au 1,8 % de croissance.

Le dynamisme de la consommation, particulièrement les achats de biens durables, à un stade aussi avancé du cycle est assez atypique. Elle n'a cessé d'accélérer depuis la fin de l'année 1997 profitant de la forte baisse des taux longs et de la valorisation du patrimoine des ménages induite par la progression de la Bourse. La consommation de biens durables a bénéficié indirectement de ces conditions par leur impact sur l'investissement logement qui suit un profil tout aussi atypique que la consommation. La disponibilité du système bancaire à l'égard aussi bien des ménages que des entreprises, en raison de la réduction des emprunts du gouvernement fédéral, a donné un coup de pouce à l'endettement hypothécaire, en constante accélération depuis le début de 1997, alors que le crédit à la consommation continue de décélérer progressivement. Aussi, le taux d'épargne a-t-il fortement baissé. Il a atteint au deuxième trimestre un point historiquement bas à 0,4 %. Cette faible valeur tient aussi à la modification du traitement des dividendes reçus par les ménages (encadré 3).

Le net repli de la croissance au deuxième trimestre par rapport au premier résulte de la combinaison d'un phénomène temporaire (la grève) et de phénomènes plus durables (le commerce extérieur). Le seul point positif est l'ajustement marqué des variations de stocks qui retrouvent enfin un niveau plus habituel. La menace que l'alourdissement du début de l'année faisait peser sur la poursuite de la croissance est donc éliminée, et ce un trimestre plus tôt que prévu. Il est peu probable que le troisième trimestre s'affiche en rebond par rapport au deuxième du fait d'une contribution encore fortement négative du commerce extérieur mais aussi de la crise financière de l'été et de l'incertitude qu'elle fait peser sur les agents. Le retournement brutal des anticipations et la prise de conscience du risque provoquerait un arrêt du processus d'accumulation caractéristique d'une fin de cycle. Si habituellement les mécanismes aboutissant à une récession jouent plus graduellement, dans le scénario retenu ici, tous les évènements se concentrent dans le temps, précipitant l'entrée en récession de l'économie américaine dès le quatrième trimestre 1998. La séquence type, au cours de laquelle l'investissement logement se contracte d'abord, ne serait pas respectée. Les informations délivrées par les différents indicateurs conjoncturels n'amènent pas non plus à envisager une récession à un horizon aussi proche, mais plutôt dans six mois à en juger par l'inversion récente de la courbe des rendements. Le retournement présenté ici est fortement lié à des facteurs psychologiques et financiers. Il pourrait rester limité en ampleur et dans le temps, mais aussi si la politique monétaire devient plus accommodante. La baisse de 0,25 point du taux des *Federal funds* annoncée à la suite du FOMC (*Federal Open Market Committee*) du 29 septembre amorce le mouvement. Les taux nominaux à 3 mois, qui se situent aujour-

d'hui au troisième trimestre autour de 5,5 %, pourraient descendre jusqu'à 3,7 % à la fin de 1999.

### 4. La révision des comptes nationaux américains de juillet 1998

La révision de juillet 1998, outre les améliorations habituelles apportées à la qualité des sources, a procédé à deux changements majeurs : une modification du traitement de certains versements de dividendes et l'intégration d'une nouvelle méthode d'estimation de certains déflateurs [8]. Au total, l'impact de cette révision sur la croissance du PIB est important : depuis le début du cycle, la croissance moyenne atteint 3,1 % en rythme annuel au lieu de 2,9 %. La croissance du PIB passe de 2 à 2,3 % en 1995, de 2,8 à 3,4 % en 1996 et de 3,8 à 3,9 % en 1997.

Les organismes de placement collectif (*mutual funds*) réalisent des plus-values sur leurs placements; en contrepartie ils versent aux ménages des sommes qui étaient considérées comme des dividendes. Jusqu'à présent, ces versements étaient traités comme un revenu des ménages; ils sont maintenant traités comme des plus-values et donc ne figurent plus dans le revenu des ménages [2]. La logique de ce traitement vient de ce que les Comptes nationaux décrivent uniquement les revenus générés par la production courante et non ceux induits par la valorisation et la vente d'actifs existants. Jusqu'à présent, la totalité des dividendes étaient inclus dans le revenu des ménages parce que le Comptable national ne tenait pas compte de l'origine du revenu qui les générait. Cette modification de traitement a été introduite dès cette année, et non repoussée à la prochaine révision générale des comptes, parce que les versements, contreparties de plus-values, ont fortement progressé au cours des dernières années et sont devenus suffisamment élevés pour que la sous-estimation des profits non distribués et la surestimation de l'épargne des ménages soient significatives et préoccupantes. La baisse substantielle du niveau des dividendes permet ainsi de retrouver un niveau plus cohérent avec ce que les agents déclarent dans leurs impôts comme tel. La révision permet également de corriger la dérive croissante du taux d'épargne de la Comptabilité nationale par rapport au taux d'épargne correspondant des *Flow of Funds Accounts.*

Les séries touchées par cette modification (c'est-à-dire les dividendes reçus par les ménages; le revenu avant et après impôt des ménages; l'épargne et le taux d'épargne des ménages; les dividendes versés par les sociétés; les profits non distribués et le *cash flow* net) ont été révisées à partir de 1982. En 1997, d'après les estimations initiales, les dividendes versés par les sociétés comportaient 61 milliards de dollars de plus-values distribuées par les *mutual funds.* Ceci correspondait à une sous-estimation d'environ 30 % des profits non distribués et à une surestimation de

1. L'estimation de la croissance de l'indice de prix du PIB entre la fin 1994 et le début 1998 est ainsi passée, en moyenne annuelle, de 2,1 % à 1,8 %.

2. Du fait de l'absence de données concernant d'autres types de plus-values incluses dans les dividendes, la série n'en est pas totalement exempte, mais ces résidus sont marginaux par rapport aux plus-values distribuées par les *mutual funds.*

37 % de l'épargne des ménages. En raison d'une surestimation de 0,9 % du revenu avant impôt des ménages, le taux d'épargne était surestimé de 2,1 points. L'épargne brute nationale est inchangée, la révision à la baisse de l'épargne des ménages étant compensée par la révision à la hausse des profits non distribués. Ces modifications n'affectent pas non plus le PIB. Cette révision accentue encore la baisse du taux d'épargne (graphique). Dans les comptes initialement publiés, il partait d'un point haut de 9,2 % en 1982 pour atteindre un point bas de 3,9 % en 1997. Les nouveaux comptes ne modifient guère le point haut (estimé à 9 %) mais aboutissent maintenant à 2,1 % en 1997, la chute s'accentuant encore sur la première moitié de 1998.

Si cette révision est conforme aux principes de la Comptabilité nationale, elle écarte encore celle-ci d'une description économiquement significative du comportement des agents. Un ménage qui bénéficie d'un revenu versé par un Fonds de placement l'utilise de la même façon qu'il provienne d'intérêts, de dividendes ou de plus-values touchées par le Fonds. Les ménages américains détiennent, directement ou par l'intermédiaire de Fonds, une quantité importante d'actions, qui ne leur rapportent pas de dividendes mais dont la valeur boursière augmente en raison de profits non distribués; l'exclusion de ces plus-values fausse le calcul du revenu et de l'épargne des ménages. Imaginons un ménage avec 1 000 de salaire; il détient un portefeuille boursier de 1 000; les entreprises dont il est actionnaire, font un profit de 100. Dans un premier cas, les entreprises distribuent 100 de dividendes; le ménage consomme 1 000 et réinvestit 100. Dans un deuxième cas, les entreprises ne distribuent rien; la valeur boursière des actions augmente de 100; le ménage consomme 1 000. Dans les deux cas, la situation et le comportement du ménage sont totalement identiques : sa richesse est de 1 100 à la fin de la période. Pourtant, la Comptabilité nationale va considérer que son taux d'épargne est de 100/1 100 = 9,1 % dans le premier cas (ce qui est juste); de 0 dans le second (ce qui est erroné).

*Le taux d'épargne américain avant et après la révision des Comptes nationaux*

*Source :* Department of Commerce.

Combiné à la chute du taux d'épargne, l'endettement croissant des ménages les met dans une situation plus risquée qu'il y a un an, et ce malgré le bas niveau des taux d'intérêt débiteurs auxquels ils font face. La remontée du taux d'épargne envisagée ici est prudente, mais significative. Elle reflète la prise de conscience de la part des ménages de l'impossibilité pour eux de continuer sur le même rythme avec une Bourse moins dynamique et plus volatile. Comme la progression du revenu disponible brut réel résiste relativement bien aux ajustements de la quantité de travail grâce au dynamisme du salaire horaire, à une pression fiscale moindre et à une accélération modérée des prix, la consommation n'ira pas jusqu'à se contracter. L'infléchissement du rythme de croissance serait néanmoins important, surtout après le dynamisme du premier semestre 1998. Enfin, la plus grande prudence du système bancaire obligera les ménages à freiner aussi leurs dépenses d'investissement logement.

Les entreprises souffriront aussi de la nouvelle prudence du système bancaire même si leur endettement est plus récent. S'appuyant sur un coût du capital bas et stable et des profits en croissance rapide, les entreprises ont fortement accru leur endettement depuis 1997 pour financer leurs dépenses d'investissement, plus particulièrement en équipements bureautique, télématique et informatique. La progression de la Bourse se nourrissait de la situation florissante des entreprises, qui étaient incitées à recourir de plus en plus à la finance directe, ce qui en retour alimentait le marché. Mais dans le même temps, leur taux de marge se dégradait rapidement sous le coup de la progression de leurs coûts salariaux unitaires et de l'impossibilité d'augmenter leurs prix du fait de la concurrence des produits asiatiques bon marché. Avec les turbulences financières de l'été, cet édifice s'écroule. Les banques apparaissent comme le dernier recours, et peut-être plus pour longtemps, des entreprises face à la pression croissante qui pèse sur leurs profits, l'augmentation de la prime de risque associée à leurs émissions d'obligations et la difficile réévaluation de la rentabilité de leurs investissements. Cette situation délicate devrait se solder par une contraction de l'investissement productif au tournant 1998-1999.

Les pays asiatiques en crise [7] représentant environ 13 % des exportations américaines de marchandises en 1997 et 12 % des importations, la crise qui les frappe est lourde de conséquences pour le commerce extérieur américain. Si cette crise ne s'était pas approfondie et n'avait pas contaminé d'autres zones émergentes dont l'Amérique latine, la thèse d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine aurait conservé sa crédibilité. Aujourd'hui, la contrainte extérieure est beaucoup plus forte, rendant difficile un rebond rapide des exportations. Elles devraient continuer à se contracter sur la deuxième moitié de l'année avant de pouvoir profiter de la dépréciation du dollar, et plus spéciale-

7. Corée du Sud, HongKong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande.

ment de sa dépréciation par rapport au deutschemark. Quant aux importations, leur sensibilité à la demande intérieure sera tout d'abord masquée par la tendance à l'ouverture croissante des Etats-Unis vis-à-vis des pays de l'ALENA qui implique une certaine résistance à la baisse des importations.

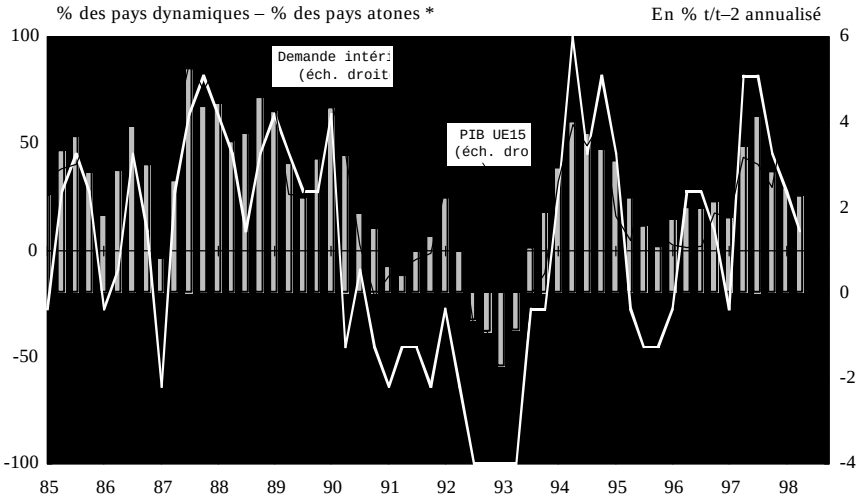
Cette dégradation de l'environnement international est pour beaucoup dans l'évolution de la politique monétaire. Contrairement aux apparences et au-delà du *statu quo* monétaire, la banque centrale a en effet modifié à plusieurs reprises sa lecture de la situation conjoncturelle de l'économie américaine et en conséquence le sens dans lequel elle voulait agir. Désireuse de donner un signal restrictif en mars (sur la base d'un risque inflationniste élevé), elle est passée par une phase de neutralité pendant l'été (les deux menaces inflation et ralentissement de l'économie s'équilibrant) pour aboutir aujourd'hui à une préoccupation de soutien de l'activité (le ralentissement spontané pouvant être suffisant pour « tuer dans l'œuf » les tensions inflationnistes). Le scénario retenu ici confirme la pertinence de cette orientation de la politique monétaire puisqu'il comporte une contraction de l'activité durant deux trimestres. Le taux de croissance du PIB est ainsi ramené de presque 4 % en 1997 à 3,2 % en 1998 et 0,5 % en 1999 (tableau 13). Compte tenu des retards habituels, l'effet sur l'inflation du ralentissement de l'économie ne sera sensible qu'en toute fin de période. L'inflation devrait d'abord légèrement accélérer, révélant les tensions sous-jacentes liées à la hausse des coûts salariaux, jusque-là masquées par les effets bénéfiques de la désinflation importée et la baisse du prix des matières premières. De plus, la dépréciation du dollar assouplirait les contraintes qui pesaient sur les entreprises en matière de fixation des prix. En moyenne annuelle, l'inflation atteindrait un point bas en 1998 avec une progression de 1,6 % avant de renouer avec un rythme un peu plus rapide de 2,2 % en 1999.

*13. Etats-Unis : résumé des prévisions*

# Europe : une oasis de croissance ?

En 1997, la croissance s'est affermie dans l'Union européenne (2,7 % après 1,8 %). N'ont fait exception que deux pays, en avance dans le cycle, et dont le rythme de croissance s'est stabilisé à haut niveau : les Pays-Bas (3,3 %) et le Danemark (3,5 %). Pour autant, cette accélération, si elle a resserré les écarts entre les pays, n'a pas remis en cause la hiérarchie des taux de croissance : les pays du « centre » (France, Allemagne, Belgique, Autriche) sont restés en dessous de la moyenne, l'Italie fermant la marche, loin derrière (1,5 %) ; les pays les plus dynamiques (Irlande, Finlande, Pays-Bas, Danemark) le sont restés et ont été rejoints par l'Espagne. Mais le rythme de 3 à 4 %, initié durant les trois premiers trimestres de 1997, a connu par la suite une érosion qui a ramené la trajectoire européenne à la mi-1998 sur une pente plus proche de 2 % l'an [8]. L'Europe, qui semblait renouer avec un dynamisme synchrone, offre au premier semestre 1998 une image plus dispersée, près de la moitié des pays évoluant sous le seuil de 2,5 % l'an auquel le chômage est stabilisé (graphique 10). La dégradation de l'environnement commercial et financier international a fortement affaibli la contribution externe à la croissance européenne. Au total, l'impact des échanges extérieurs sur la

*10. Croissance et diffusion de l'expansion en Europe*




* Pourcentage des pays dont la croissance est sur un rythme supérieur à 2,5 % au cours des deux derniers trimestres, moins le pourcentage des pays dans la situation inverse.
*Sources* : OCDE, calculs OFCE.

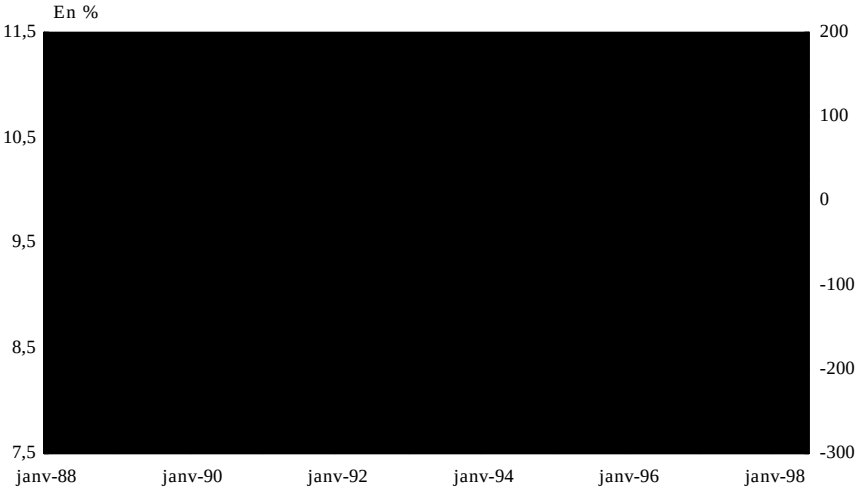
8. Après un premier trimestre affichant un rythme similaire à celui du semestre précédent, les premières estimations font état d'un ralentissement du PIB de l'UE à 15 au deuxième trimestre (0,2 % après 0,6 % selon les estimations d'Eurostat), dont l'ampleur doit toutefois être relativisée par l'effet de jours ouvrables (Pâques). Selon nos calculs, agrégeant les sources nationales, pour la plupart corrigées des jours ouvrables, la croissance serait de 0,5 % au deuxième trimestre.

croissance européenne devrait être de – 0,6 % en 1998 et de – 0,8 % en 1999. Par contre, la demande intérieure continue à impulser l'activité et tend à gagner en vigueur au premier semestre. La principale question qui se pose aujourd'hui est donc de savoir jusqu'à quel point l'Europe peut bâtir sa croissance sur son dynamisme interne sans être gagnée par le ralentissement mondial.

Jusqu'au premier trimestre, l'orientation des indicateurs conjoncturels était favorable ; par contre, depuis le printemps, les signaux d'alerte se multiplient. Du côté des ménages, la confiance n'a été que peu affectée et s'est maintenue à un haut niveau (graphique 11). Le moral des consommateurs a été soutenu tant par l'amélioration sensible de l'emploi que par les gains de pouvoir d'achat résultant de la désinflation. Les prix à la consommation ont évolué à un rythme inférieur à 1,5 % l'an de janvier à juillet. L'indice de confiance des ménages s'est cependant tassé depuis mai, malgré la poursuite de l'amélioration en Allemagne et en France, du fait d'une dégradation en Italie, au Royaume-Uni et au Danemark.

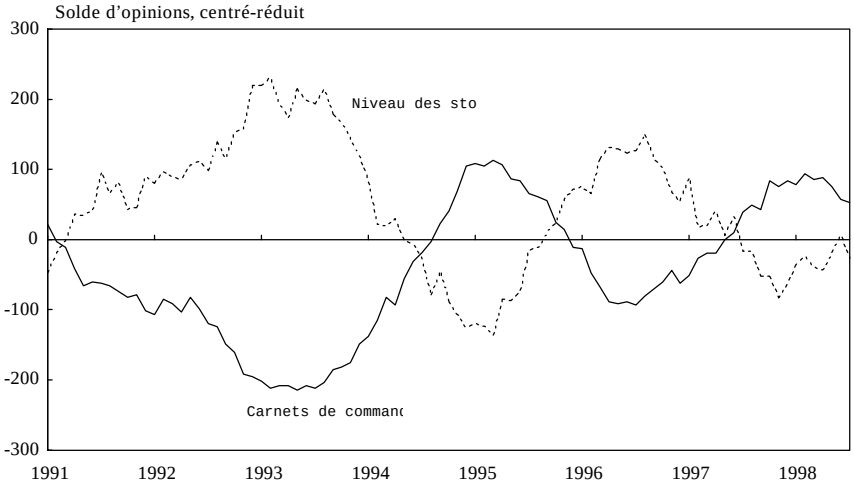
Les opinions sur les carnets de commande ont, selon les pays, commencé à se dégrader au cours du deuxième trimestre (Italie, Royaume-Uni, Belgique, Finlande) ou à se stabiliser (Allemagne, Pays-Bas, France). Les perspectives de production sont restées bien orientées. Le repli des commandes a surtout traduit une dégradation des débouchés extérieurs. Mais le signal le plus inquiétant vient de l'appréciation du niveau des stocks (graphique 12). Ces derniers contribuent pour plus d'un quart à la croissance de la demande intérieure depuis la mi-1997.

*11.Confiance des consommateurs et taux de chômage standardisé, UE 15*




*Source* : Commission européenne.

*12. Niveaux des stocks et carnets de commande dans l'industrie manufacturière des 5 principaux partenaires de la France*




*Source* : Commission européenne.

Or les entreprises sont de plus en plus nombreuses à juger leur niveau excessif. Le stockage aurait donc pris un contenu involontaire depuis la fin de 1997. De façon plus générale, la baisse des prix de production au premier semestre témoigne de la désinflation importée, mais signale aussi que la pression concurrentielle s'accentue avec la baisse des prix internationaux. Entre le premier semestre de 1997 et celui de 1998, les entreprises industrielles ont réduit leur coût salarial par unité produite de 3,5 %, une tendance qui pourrait finir par entamer le dynamisme de la consommation. Cette dernière ne peut en effet durablement compter sur les gains de pouvoir d'achat tirés de la désinflation non anticipée.

L'issue de cette baisse de régime européen dépendra surtout du degré de résistance de l'investissement, dont le redressement ne se concrétise que depuis peu. En avril dernier, les enquêtes de conjoncture de la Commission indiquaient des révisions en hausse des perspectives d'investissement (+9 % pour 1998 au lieu de +5 % dans l'enquête de l'automne 1997). La révision à la hausse était généralisée à l'exception de la Finlande (qui a connu une forte croissance par rapport à la moyenne de l'UE), de la Grèce et du Portugal. Pour la première fois depuis 1995, la prévision d'investissement en Italie devenait positive. On peut se demander si l'orientation d'octobre ne reviendra pas en partie sur les projets entrevus dans l'enquête du printemps dernier.

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 d'1 point du PIB pour l'ensemble de l'UE ; l'effort a

été particulièrement important en Suède, au Royaume-Uni et en Italie. Par contre, la plupart des pays ne poursuivront pas cet effort en 1998 et en 1999 (tableau 14) comptant sur la baisse des taux d'intérêt et sur la reprise économique pour améliorer leur solde public. Aussi, en différence, la politique budgétaire jouerait un rôle expansionniste en 1998.

Dans l'UE prise globalement, le solde public structurel primaire devrait être en 1998 de 2,5 % (en utilisant les estimations d'écarts de production de l'OCDE) ; il n'est pas nécessaire de continuer un effort spécifique de réduction des déficits publics. Avec un taux d'intérêt de long terme de 6 %, une inflation de 2 % et une croissance de 2,5 %, un excédent primaire de 0,75 % du PIB suffit à stabiliser la dette publique nette à 50 % du PIB. Une réduction supplémentaire du déficit public ne doit être recherchée qu'en phase de demande vigoureuse et de tensions sur les capacités de production. Ce n'est malheureusement pas la situation actuelle. On peut noter avec amusement ou agacement que la BCE et la Commission appellent à poursuivre aveuglement l'effort de réduction des déficits publics, sans tenir compte de la situation conjoncturelle.

Les économies européennes retrouveraient cette année une croissance similaire à celle de la brève reprise de 1994. A plusieurs égards, la situation est proche : particulièrement en termes de conditions monétaires (fin d'une période d'appréciation du dollar et de baisse des taux d'intérêt) et de commerce mondial (ralentissement). Cependant, certains éléments sont plus favorables : les assainissements budgétaires ne sont plus à l'ordre du jour et l'inflation ne constitue plus une menace immédiate aux yeux des banquiers centraux. La croissance apparaîtrait relativement préservée en Europe grâce à une demande intérieure soutenue, notamment en France, malgré la crise asiatique et l'extension de la crise financière aux pays d'Amérique latine. La France se retrouverait pour la première fois depuis 1994 légèrement au-dessus de la moyenne européenne (tableau 1 et graphique 13). La dépréciation du dollar inscrite dans notre prévision (9 % par rapport à l'euro en moyenne en 1999) et l'arrêt de la baisse des taux d'intérêt conduiraient cependant à des conditions monétaires moins souples. L'arrêt de la baisse du pétrole et des matières premières ne permettrait plus de bénéficier d'une désinflation importée. A l'horizon de la fin de notre prévision, les économies européennes se trouveraient en position plus difficile en termes de compétitivité et de taux d'intérêt. Le point délicat est qu'il n'y a guère de pilote à l'heure actuelle en Europe. La BCE n'est pas désireuse ou pas capable de soutenir la croissance, si nécessaire par une nette baisse des taux d'intérêt. Son président ne s'est guère fait entendre depuis le début de la crise. Sa déclaration du 11 septembre dernier se bornait à réaffirmer la nécessité de réduire les déficits publics ; elle ne précisait pas la stratégie monétaire future de la BCE bien que M. Duisenberg admettait que la chute du dollar « pourrait devenir un sujet d'inquiétude ». Les gouvernements ne semblent pas encore décidés à renoncer au dogme de

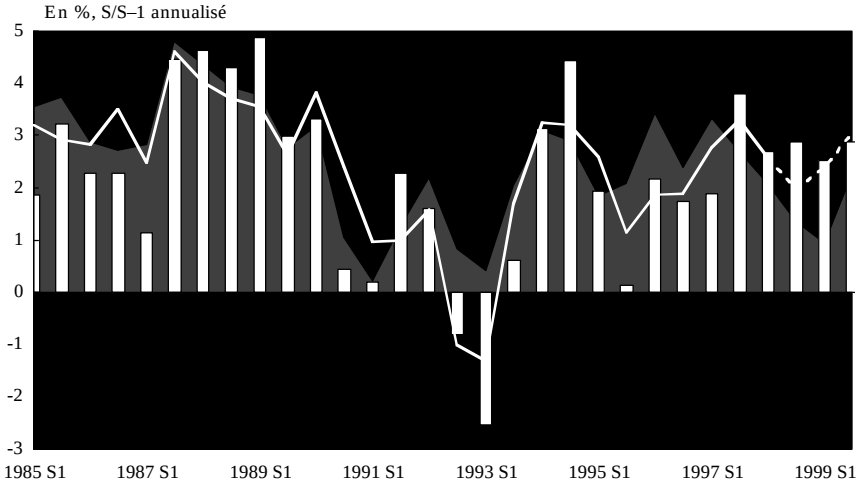
« l'assainissement des finances publiques » pour faire rejouer un rôle conjoncturel à la politique budgétaire. Il n'y a guère d'unanimité en Europe sur la nécessité de mieux contrôler les systèmes bancaires et

*14. Impulsions budgétaires*

| | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|
| Allemagne | – 1,0 | – 0,3 | 0,2 |
| Autriche | – 1,1 | – 0,2 | 0,3 |
| Belgique | – 0,3 | 0,3 | 0,6 |
| Finlande | – 0,4 | – 0,5 | 0,8 |
| France | – 0,2 | 0,2 | 0,0 |
| Italie | – 2,2 | 1,4 | 0,3 |
| Espagne | – 1,1 | 0,6 | 0,0 |
| Pays-Bas | – 0,5 | 0,9 | 0,0 |
| Portugal | 0,1 | 0,6 | 0,1 |
| Irlande | – 0,1 | – 0,1 | – 0,1 |
| Danemark | – 0,9 | – 0,1 | – 0,3 |
| Royaume-Uni | – 2,5 | – 0,9 | – 0,3 |
| Grèce | – 0,6 | – 0,5 | 0,1 |
| Suède | – 2,9 | – 0,4 | 0,0 |
| UE | – 1,3 | 0,1 | 0,1 |
| Etats-Unis | – 0,5 | – 0,1 | 0,3 |
| Japon | – 1,5 | – 0,5 | – 0,9 |

*Sources* : OCDE, calculs OFCE.

*13. Croissance de la France, de l'UE 15 et de l'OCDE*



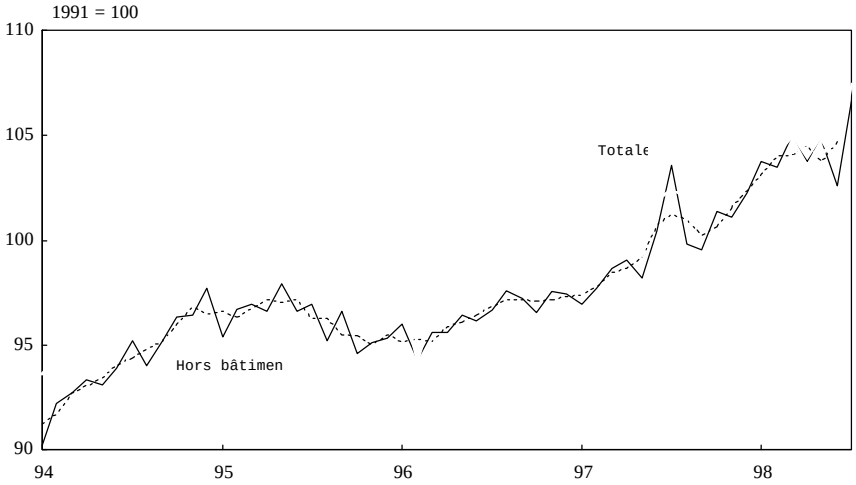

*Sources* : OCDE, Prévisions OFCE.

financiers.

## Allemagne : la levée progressive des incertitudes

Après une forte croissance en début d'année 1998 (+ 1,4 % au premier trimestre pour le PIB), l'activité a marqué un net coup d'arrêt au deuxième trimestre (+ 0,1 %). Si l'on s'en tient à la très bonne tenue de la production industrielle en juillet (+ 3,8 % par rapport à juin pour le total comme pour le hors bâtiment, graphique 14), le rebond serait assez net au début du troisième trimestre. La prudence s'impose cependant, car plusieurs facteurs ont perturbé au cours des derniers mois la lecture des tendances sous-jacentes. La consommation des ménages, tout particulièrement d'automobiles et de meubles, a nettement profité au premier trimestre des achats d'anticipation liés au relèvement d'un point du taux normal de TVA (de 15 à 16 %) au 1er avril 1998. Dans le bâtiment, de bonnes conditions météorologiques ont soutenu en début d'année le niveau de la production et des dépenses d'investissement. Le souci du respect des critères de Maastricht a conduit à reporter au début de l'année 1998 certaines dépenses publiques. Pour ces composantes, une correction à la baisse était attendue au deuxième trimestre : elle a effectivement eu lieu pour la consommation privée et l'investissement en bâtiment et contribué au tassement de l'activité. La forte progression de la production industrielle en juillet peut laisser penser que cette correction a pris fin, laissant s'exprimer une tendance nettement positive de

*14. Indice de production industrielle en Allemagne*



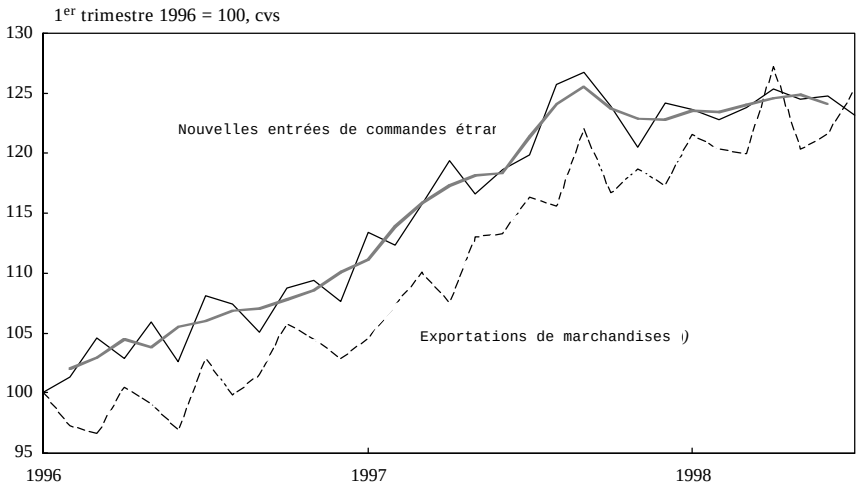

*Source :* Deutsche Bundesbank.

l'activité. Mais un facteur spécifique affecte ici encore le rythme de l'activité. La correction des variations saisonnières tient compte de la position habituelle des congés. Or ceux-ci ont été particulièrement tardifs en 1998. Le niveau de la production a donc été sur-corrigé à la hausse en juillet et un recul est attendu pour le mois d'août.

Si la mesure du rythme sous-jacent de l'activité est peu aisée depuis le début de l'année 1998, plusieurs tendances se dégagent cependant. La croissance semestrielle s'est accélérée (1,7 % par rapport au second semestre 1997, après 1,1 et 1,2 aux premier et second semestres 1997), les perspectives de débouchés extérieurs marquent un coup d'arrêt, la reprise des composantes de la demande intérieure est désormais perceptible, mais certaines incertitudes ne sont pas encore levées, en particulier sur l'ajustement des stocks.

Les effets de la crise asiatique sont déjà perceptibles. Les entrées de commandes étrangères ont culminé en septembre 1997 pour stagner ensuite, alors qu'elles avaient progressé de plus de 4 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de 1997. Le haut niveau des carnets de commandes atteint à l'automne dernier a continué de soutenir les exportations, mais un ralentissement se ressent au premier semestre 1998 (graphique 15). La croissance des exportations de marchandises (en valeur) s'infléchit par rapport à 1997 (3,4 % au premier semestre 1998, après des rythmes supérieurs à 6 % au premier et second semestre 1997) [9]. Le

*15. Exportations de marchandises et entrées de commandes étrangères*




*Source* : Deutsche Bundesbank.

9. Le partage entre les volumes et les prix n'est plus disponible en Allemagne pour les exportations de marchandises depuis la fin de 1995. Le faible recul enregistré sur l'indice des prix à l'exportation depuis le début de 1998 atténue légèrement, mais très partiellement, le ralentissement de la croissance des débouchés au premier semestre 1998.

niveau record de la balance commerciale atteint au second trimestre 1998 (36,6 milliards de DM en données cvs) ne doit pas faire illusion : au delà des fluctuations au mois le mois, les exportations de marchandises sont quasiment plates depuis quelques mois. La chute des exportations vers les pays d'Asie du Sud-Est est équivalente à celle que subissent les autres grands pays européens. Entre le premier trimestre 1997 et le premier trimestre 1998, les exportations en valeur ont chuté de 27 % vers la Thaïlande, de 18 % vers l'Indonésie, de 38 % vers la Corée, de 22 % vers les Philippines. La confiance des industriels allemands est affectée par le ralentissement de leurs débouchés extérieurs : les perspectives de production à 6 mois dans le secteur manufacturier (anciens *Länder*) se dégradent depuis septembre 1997.

L'évolution récente des commandes extérieures laisse attendre pour les prochains mois un net ralentissement de la croissance des exportations. L'essoufflement des débouchés extérieurs devrait perdurer. En 1997, la progression des exportations a été particulièrement soutenue vers les Etats-Unis (+ 27 %), les pays de l'Est, PECO et CEI (+ 29 %), et les pays en développement (Amérique latine, OPEP et pays émergents d'Extrême-Orient) (+ 14 %). Ces trois zones représentent un tiers des débouchés de l'Allemagne : les pays de l'Est ont désormais un poids équivalent à celui des Etats-Unis dans les exportations (de l'ordre de 9 % en 1996). Or le dynamisme de ces marchés est aujourd'hui sérieusement compromis. Le ralentissement de l'économie américaine va freiner ses importations. Le marché russe représente moins de 2 % des exportations en 1996, mais le ralentissement de la croissance des PECO en 1999 affectera les exportateurs. Enfin, l'Asie et l'Amérique latine sont pour l'heure peu susceptibles de tirer les exportations. Les écarts de croissance au sein de l'Europe restreignent enfin les espoirs de voir la dynamique intra-européenne du commerce compenser le ralentissement des autres débouchés. Les exportateurs devraient également souffrir de la détérioration de leur compétitivité vis-à-vis de la zone dollar et des pays émergents.

La croissance des prochains trimestres repose donc pour beaucoup sur la demande intérieure. Or si les signaux positifs se multiplient, quelques incertitudes ne sont pas encore levées. L'ajustement dans le bâtiment est probablement achevé. Dans les anciens *Länder*, les entrées de commandes se redressent depuis le premier trimestre 1998, les permis de construire ont progressé de 1,4 % au premier semestre 1998 (par rapport au second semestre 1997), l'amélioration concernant tous les corps de bâtiment (résidentiel, industriel et commercial, public). Dans les nouveaux *Länder*, les permis de construire se sont stabilisés au deuxième trimestre et les commandes sont légèrement orientées à la hausse depuis le premier trimestre. Le bas niveau des taux longs, l'amélioration des perspectives de revenus des ménages, l'importance des besoins de rénovation à l'est et la prédominance prise dans les enquêtes d'investissement

auprès du secteur manufacturier par les motifs d'extension des capacités devraient soutenir dans les prochains mois le secteur du bâtiment. La chute de l'investissement en bâtiment au premier semestre 1998 paraît donc excessive, même en tenant compte des délais, compte tenu de l'évolution des commandes et des permis de construire. La conjoncture du bâtiment pourrait donc être assez soutenue au second semestre 1998.

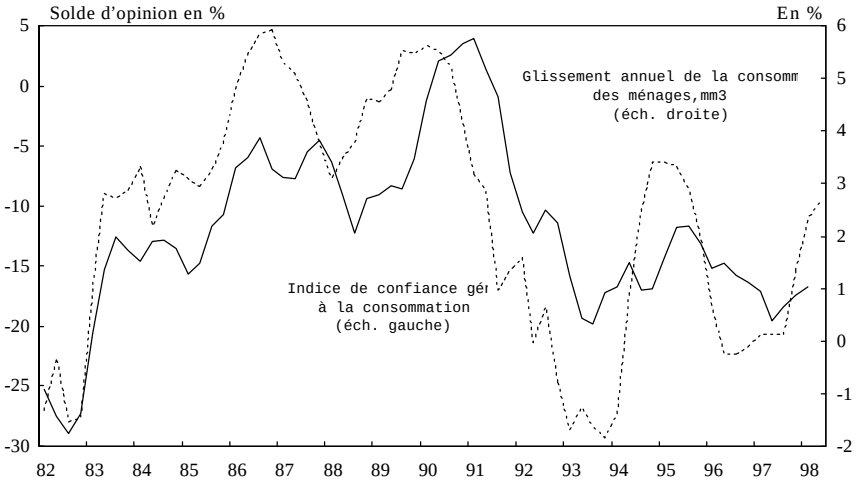
L'amélioration des perspectives de production dans le bâtiment se fera ressentir sur l'emploi. Le secteur ne représente que 3 % des effectifs salariés, mais l'ampleur du recul (– 6,8 % dans l'ensemble de l'Allemagne, – 12 à l'est, – 4,4 à l'ouest au premier semestre) freine le redressement de l'emploi. A l'ouest, l'emploi hors bâtiment avait cessé de reculer au troisième trimestre 1997. Il a pour la première fois connu une légère hausse au deuxième trimestre 1998 (+ 0,3 %). A l'est, l'emploi hors bâtiment a cessé de reculer au premier trimestre 1998 et s'est redressé au deuxième trimestre (+ 1,1 %). Au deuxième trimestre 1998, l'emploi progresse pour la première fois depuis 1994 dans l'Allemagne réunifiée.

Une part de cette amélioration est cependant artificielle. Depuis le début de l'année 1998, le seuil d'heures en deçà duquel une personne est considérée sans emploi a été abaissé de 18 à 15 heures. Selon le DGB, ce changement de mode d'enregistrement expliquerait un cinquième du recul du chômage depuis le début de l'année (le chômage a reculé de 320 000 personnes entre le point haut de décembre 1997 et le mois d'août 1998 en données cvs dans l'Allemagne réunifiée). En outre, 90 000 personnes supplémentaires ont bénéficié de mesures de politique active (ABM, équivalent des TUC et formation à plein temps) dans les nouveaux *Länder* au second trimestre 1998 (soit 1,4 % de l'emploi intérieur total à l'est). Si les mesures de formation affectent les statistiques de population active et de chômage, les emplois aidés se répercutent sur celles de l'emploi.

Encore fragile, la consolidation de l'emploi devrait soutenir la progression des revenus salariaux en 1998. Ceux-ci bénéficient en outre des hausses de salaires entrées en vigueur dans le courant du premier trimestre. Dans l'ensemble de l'économie, l'accélération des salaires reste cependant modérée en 1998 (pour le salaire conventionnel à l'ouest, en moyenne annuelle, 1,9 % en 1998 contre 1,5 % en 1997). La disparité des hausses salariales est nette entre le secteur manufacturier, notamment la métallurgie, où les négociations ont débouché sur des progressions de l'ordre de 2,5 % et le bâtiment (0,7 % en moyenne annuelle à l'ouest), le commerce de détail (1,8 % en moyenne annuelle à l'ouest) et la fonction publique (1,5 % en moyenne annuelle). L'amélioration des revenus salariaux a cependant été insuffisante pour compenser le ralentissement de la progression des revenus de la propriété et de l'entreprise observé au premier semestre et la croissance du revenu disponible nominal des ménages est restée en retrait par rapport au second semestre

1997. C'est essentiellement la désinflation importée (qui a plus que compensé la répercussion de la hausse de la TVA sur l'ensemble du semestre) qui a soutenu le pouvoir d'achat et la consommation des ménages au premier semestre 1998 (+ 0,8 % après + 0,3 % au second semestre 1997 pour la consommation), dans un contexte où le taux d'épargne montre depuis le milieu de 1997 une certaine résistance à la baisse. Les perspectives de consommation pour les prochains mois sont cependant meilleures. La progression des revenus salariaux et le recul du chômage se répercutent sur l'indice de confiance général des consommateurs, qui a connu une amélioration assez spectaculaire depuis la fin de 1998 (graphique 16). Au premier semestre 1998, l'appréciation sur la situation financière future des ménages a renoué avec un niveau qu'elle n'avait pas connu depuis 1991, l'appréciation de la situation financière au cours des douze derniers mois a retrouvé son niveau de 1995. L'appréciation sur la situation financière reflète l'évolution des gains salariaux, mais ne lève pas les incertitudes sur le comportement d'épargne. Les intentions d'épargne (tant présentes que futures) se sont redressées au quatrième trimestre 1997 et se sont depuis lors stabilisées à haut niveau. C'est donc pour l'heure plus de la croissance des revenus que d'un recul franc du taux d'épargne que l'on peut attendre une accélération des dépenses de consommation. Sur l'ensemble de l'année 1998, la progression de la consommation serait encore modérée (+ 1,4 %). Le ralentissement des gains de productivité dans l'industrie et l'amélioration des débouchés du bâtiment exerceront un effet positif sur la croissance de l'emploi au cours des prochains mois. La montée en régime de la consommation des ménages profiterait aussi en 1999 d'une

*16. Confiance des consommateurs et évolution de la consommation des ménages*



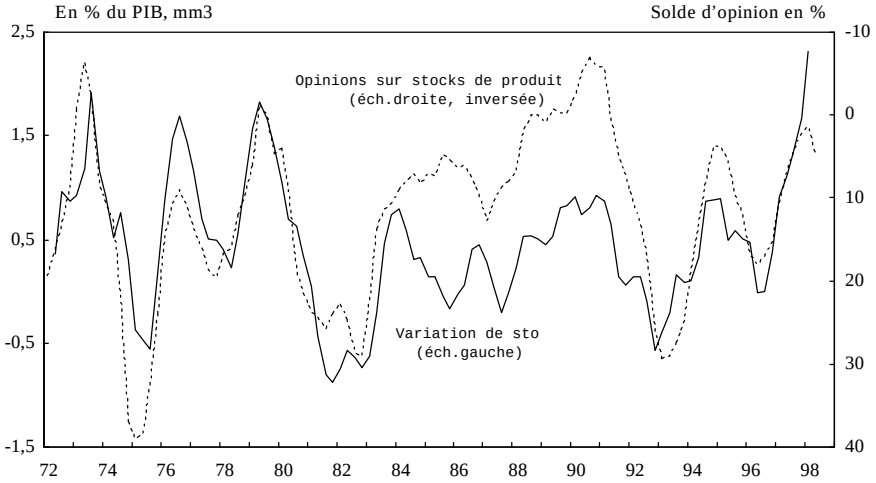

*Sources :* Deutsche Bundesbank, IFO.

accélération des gains salariaux individuels, en progression attendue de 2,7 %. Si les premiers éléments de discussion dans la métallurgie pour les accords de 1999 vont bien dans le sens d'une atténuation de la modération salariale l'an prochain, les discussions sur le Pacte pour l'emploi que devrait prochainement lancer la nouvelle coalition au pouvoir seront déterminantes. Alors que le syndicat IG Metall considère comme indépendantes les négociations salariales et le Pacte pour l'emploi, le syndicat DAG (syndicat des employés, qui n'est pas membre du DGB) a récemment proposé une poursuite de la modération salariale dans le cadre des négociations sur le Pacte pour l'emploi.

La demande intérieure devrait bénéficier au cours des prochains mois de la reprise de l'investissement en équipement, déjà nette au premier semestre (+ 6,7 % par rapport au second semestre 1997). Le taux d'utilisation des capacités de production dépasse au premier semestre 1998 le niveau qu'il avait atteint début 1995 et devient nettement supérieur à sa moyenne de longue période. Dans l'enquête de printemps, les entreprises manufacturières ont révisé à la hausse leurs plans d'investissement (+ 9 % d'investissement à prix constants, contre 6 % dans l'enquête de l'automne 1997); les motifs d'extension des capacités de production prédominent pour la première fois depuis 1991. Jusqu'au début de 1998, la reprise de l'investissement a répondu à la croissance des débouchés extérieurs. Leur essoufflement fait reposer la poursuite de l'effort d'investissement en 1999 sur la consolidation de la consommation des ménages.

Des incertitudes subsistent quant à la tendance prochaine de la demande intérieure. La première est liée à l'ajustement des stocks.

*17. Enquête sur les stocks de produits finis dans le secteur manufacturier*




*Sources : IFO, Deutsche Bundesbank.*

L'augmentation des stocks a contribué pour plus de la moitié à la croissance du PIB au premier semestre 1998 (0,9 point sur 1,7 % de croissance) (graphique 17). Pour une part, cette augmentation résulte d'un comportement de stockage volontaire dans le commerce de détail, où les stocks sont jugés insuffisants depuis le début de l'année (selon l'enquête IFO), en liaison avec la reprise de la consommation. Dans l'industrie, par contre, les opinions sur les stocks de produits finis semblent commencer à se redresser depuis le début de l'année. La correction du surcroît de stocks du premier semestre 1998, si elle est réelle risque de peser sur la croissance des prochains mois. Cependant, les premières estimations des comptes nationaux gonflent souvent les variations de stocks. La révision apportée en septembre 1998 aux comptes nationaux des années 1995 et 1996 a ainsi conduit à relever les dépenses de consommation des ménages et à diminuer de plus d'un demi-point de PIB le niveau des variations de stocks en 1996. L'excès de stocks devrait en tout cas contracter la formation des stocks au cours des prochains mois.

Enfin, la consommation publique au premier trimestre paraît forte au regard des projections budgétaires pour 1998, concernant notamment les traitements publics. L'arrivée d'une coalition SPD-Verts au pouvoir ne devrait pas modifier les orientations déjà prises, du moins pour les dépenses publiques. Certaines déclarations de M. Lafontaine, pressenti comme ministre des finances, laissent penser que le projet de budget 1999, qui doit être représenté au Parlement, reprendrait dans ses grandes lignes celui de l'ancienne coalition. C'est donc encore une orientation restrictive des dépenses publiques qui prédominerait l'an prochain. La projection budgétaire à moyen terme de l'ancienne coalition prévoyait de ramener le déficit budgétaire fédéral de 63 milliards de DM en 1997 à 56,4 milliards en 1998 puis à 45,3 milliards en 2002, de réduire la part des dépenses publiques dans le PIB de 48 % à 44 % et le niveau de l'endettement public de 61 à 58,5 % du PIB entre 1998 et 2002.

Une hypothèque continue en outre de peser sur les finances publiques en raison de la crise russe. Sur les 55 milliards de créances nettes détenues par les banques commerciales allemandes sur la Russie, 21 milliards sont des crédits commerciaux bénéficiant d'une garantie de l'Etat. Certaines banques publiques allemandes seraient fortement exposées vis-à-vis de la Russie, notamment la *Westdeutsche Landesbank*. Enfin, les créances de l'Etat allemand sur la Russie se montent à 77 milliards de DM (dont 53,7 héritées de l'ex-URSS et 16,2 milliards sous forme de crédits commerciaux Hermès). Si la Russie s'avérait incapable d'honorer le paiement de sa dette extérieure, le coût pour le gouvernement fédéral pourrait être assez important (de l'ordre de 0,25 à 0,5 point de PIB par an, pendant 7 à 8 ans). La présente projection n'intègre cependant pas de mesures restrictives supplémentaires pour le budget 1999. Les modalités de la réforme fiscale de la nouvelle coalition sont encore incertaines, notamment en ce qui concerne l'ampleur des exoné-

rations nettes pour les agents, en particulier les ménages. La projection reprend l'hypothèse d'un relèvement de l'impôt sur l'énergie destiné à financer une réduction d'un point du taux de cotisation sociale, ainsi que celle d'une légère baisse du taux de prélèvement obligatoire des ménages (augmentation des allocations familiales qui se traduit depuis 1996 par une baisse de l'impôt sur le revenu).

### 5. Les grandes lignes des programmes du SPD et des Verts

**Marché du travail**

Signature d'un Pacte pour l'emploi; mise en œuvre d'un programme à destination de 100 000 jeunes chômeurs; rabaissement du seuil de protection pour le recours en justice en cas de licenciement abusif (entreprises de plus de 5 salariés, au lieu de 10 depuis octobre 1996), limitation à 44 heures (40 pour les Verts) de la durée hebdomadaire maximum du travail.

**Réforme fiscale**

***Imposition des revenus et du patrimoine***

*IRPP :* Abaissement du taux minimum de 25,9 % à 21,9 % (18,5 % pour les Verts), puis à 15 %; abaissement du taux maximum de 53 à 49 %; abaissement du taux maximum d'imposition des bénéfices industriels et commerciaux de 47 % à 45 %. Imposition sur le bénéfice des sociétés : 35 % pour les bénéfices non distribués et les bénéfices distribués (contre 45 % et 30 % à l'heure actuelle).

Relèvement du minimum non imposable (de 12 365 DM à l'heure actuelle à 14 000 DM, 15 000 pour les verts), augmentation des allocations familiales pour les deux premiers enfants (de 30 DM, pour les faire passer à 250 DM par mois et par enfant, 300 DM pour les Verts).

***Financement de la réforme***

Réintroduction d'un impôt sur le patrimoine privé, au taux de 1 % (les Verts sont favorables à la réintroduction de l'impôt sur le patrimoine des entreprises à un taux de 0,5 %).

Suppressions d'avantages fiscaux : ces suppressions toucheraient davantage les entreprises que les salariés.

***Exonération nette de la réforme***

10 milliards de DM (0 pour les Verts).

**Abaissement des coûts salariaux annexes**

L'objectif est de financer sur ressources fiscales générales certaines prestations n'ayant pas le caractère d'assurance. A cet effet, augmentation de la taxe sur les produits pétroliers (de 5 à 10 Pfennig pour le SPD). Les Verts sont favorables à une augmentation drastique de la taxe sur l'essence (de 50 pfennig la première année, 30 Pfennig la deuxième, 5 DM en tout sur 10 ans).

**Protection sociale**

Revenir sur la réduction du paiement des indemnités de congé maladie. Maintenir les retraites à 70 % du salaire net moyen. Faire payer une cotisation retraite aux fonctionnaires (ainsi qu'une cotisation maladie, pour les Verts).

**Environnement**

Sortie de l'énergie nucléaire (rapide pour les Verts, progressive pour le SPD).

*15. Allemagne : résumé des prévisions*

Une fois levée l'hypothèque du réajustement des stocks, la montée en régime de la demande intérieure permettrait à la croissance allemande de renouer avec des taux de croissance de 0,7 à 0,8 % par trimestre en 1999 (tableau 15). En moyenne annuelle, les performances allemandes (2,6 % en 1998, 2,4 % en 1999) resteraient cependant en retrait par rapport à plusieurs voisins européens, notamment la France.

## Italie : *piano, ma sano*

Pour la deuxième année consécutive l'Italie connaît une croissance sensiblement inférieure à 2 %, très en retrait de celle de ses partenaires européens. Outre l'atonie de la demande intérieure, ce sont surtout les échanges extérieurs, au travers des effets de la crise asiatique, qui freinent aujourd'hui sa croissance.

En 1997 la croissance italienne a atteint 1,5 %. Cependant, compte tenu de l'importance des ajustements budgétaires consentis pour accéder à l'UEM (de l'ordre de 4 points de PIB en un an), ce chiffre constituait une bonne surprise. Plusieurs effets ont atténué le poids des restrictions publiques, permettant une bonne tenue de la demande intérieure : les anticipations favorables liées à l'intégration dans l'UEM, la décrue rapide de l'inflation qui a fourni des gains de pouvoir d'achat inattendus aux ménages, des incitations fiscales (prime automobile), et une diminution du taux d'épargne de près de 1,5 point.

En 1998, ces effets se sont estompés, laissant jouer à plein le poids des ajustements récents sur la demande intérieure. La croissance s'est affaissée, le PIB évoluant de – 0,1 % et + 0,4 % au cours des deux premiers trimestres. Depuis le début de l'année, l'emploi progresse, mais de manière chaotique et à un rythme d'environ 0,5 % par an, cependant que la reprise de l'investissement demeure faible et fragile. La consommation des ménages est revenue en ligne avec cette faible croissance. De plus, la contribution négative du commerce extérieur est importante : les importations de biens sont demeurées à un haut niveau, tandis que les exportations de services se sont effondrées.

Les facteurs qui pèsent sur la croissance en 1998, auxquels il faut ajouter le climat chaotique des marchés financiers, ne permettraient pas à l'Italie de croître de plus de 1,7 % cette année (tableau 16). Toutefois, les fondamentaux que nous décrivions dans nos précédentes projections demeurent bons et l'économie italienne saine, si bien que la reprise serait différée et s'affermirait au cours de 1999, où la croissance atteindrait 2,6 %.

*16. Italie : résumé des prévisions*

## La demande intérieure

L'ajustement des finances publiques étant terminé, la politique budgétaire n'a plus d'impact négatif sur la croissance. Au cours des années qui viennent, les finances publiques devraient pouvoir demeurer sans problème dans les normes de l'UEM, grâce en particulier à la forte baisse de la charge d'intérêt de la dette. En dépit de la faiblesse de la croissance, le déficit public serait limité à 2,5 % du PIB en 1998 et à 2,2 % en 1999.

Les taux d'intérêt à court terme ont régulièrement décru jusqu'en mai 1998; depuis l'écart de taux avec l'Allemagne demeure de 1,5 point. Pour les taux longs, l'écart n'est plus que de 0,5 point. Le marché anticipe l'égalisation des taux au début 1999 et la parité de la lire n'a été remise en cause, ni par les turbulences financières, ni par les mauvais résultats de son commerce extérieur. La Banque d'Italie n'a pas voulu prendre de risques en ces périodes troublées sur les marchés financiers, sachant qu'une convergence parfaite serait atteinte dans seulement 4 mois. Toutefois l'intervention récente du président de la Banque centrale européenne, indiquant que l'Italie possède une marge de manœuvre à la baisse des taux pourrait l'inciter à accélérer son calendrier.

La consommation des ménages stagne depuis le début de l'année : +0,1 % et +0,4 % aux deux premiers trimestres du fait de la faiblesse de la progression du pouvoir d'achat du revenu disponible, qui elle-même a plusieurs causes. L'emploi reste peu dynamique, et peu susceptible de soutenir la demande des ménages. Les effectifs totaux ont faiblement progressé, à un rythme annuel de 0,2 %, les effectifs salariés progressant eux de 0,5 %. Cette évolution lente devrait perdurer sur un rythme équivalent au cours des trois semestres à venir. En même temps l'évolution des salaires connaît une inflexion sensible. Pour partie prévisible, puisqu'elle résulte de la renégociation d'accords pluriannuels arrivant à échéance, cette baisse est accentuée par des anticipations d'inflation durablement basse. En 1997 et 1998 venait à échéance un grand nombre d'accords salariaux. Ceux-ci ont été renouvelés sur la base d'un rythme d'accroissement des prix de 1,5 % par an : entre octobre 1997 et avril 1998 le glissement annuel des salaires par tête est ainsi passé de 4,9 % à 2,1 %. Ces accords concernaient plus de 55 % de la masse salariale à la fin juillet 1998. Le calendrier de négociation prévisible ne laissera en vigueur d'anciens contrats (rapidement renouvelables) que pour environ 25 % de la masse salariale au début de 1999. Ainsi, pour la période allant de 1999 à 2003 les salaires de base sont ajustés sur une inflation prévue très inférieure à 2 %. Les inquiétudes sur une relance de la boucle prix – salaires étaient donc infondées. Par contre, le surcroît de pouvoir d'achat dont les ménages ont bénéficié en 1997 du fait de la décélération des prix ne sera pas renouvelé.

L'inflation est stabilisée à un rythme de 2 %, ayant récemment béné-

ficié de la baisse du prix des produits importés. Etant donné le profil de l'activité et de la demande, elle ne dépasserait pas 1,8 % en 1998 et 1999.

En 1997, les ménages avaient fortement réduit leur taux d'épargne (1,4 point), comme au cours des années précédentes. Cette réduction a plus que compensé la ponction exercée sur le revenu par les hausses de prélèvements fiscaux. Ceux-ci sont stabilisés en 1998 mais des réformes fiscales viendront modifier la séquence des impôts au cours de l'année. Si l'on considère que le profil des rentrées fiscales est en dessous de son niveau usuel au premier semestre en raison du calendrier des réformes (impôts sur le revenu, sur les bénéfices, et impôts régionaux), le surcroît d'imposition qui interviendra au second semestre devrait avoir un impact négatif sur la demande. Le taux d'épargne devrait donc se stabiliser en 1998.

Les économies d'intérêts réalisées par l'Etat réduisent les revenus des ménages. Le pouvoir d'achat des ménages croîtrait de 1,5 % en 1998. Dès lors, la consommation ne s'accélérerait que faiblement par rapport aux deux premiers trimestres, pour atteindre une croissance de seulement 1,2 % sur l'ensemble de l'année. En 1999, la poursuite de la lente reprise de l'emploi, et une croissance plus importante de l'activité permettraient des gains de pouvoir d'achat du revenu des ménages de l'ordre de 2 %. Compte tenu de l'amélioration des conditions du marché du travail, la consommation s'accélérerait à 2,1 %.

L'investissement semblait reparti sur une tendance satisfaisante depuis le deuxième trimestre de 1997 (soit une croissance au taux de 1,2 % le trimestre). La faiblesse de la demande des ménages et de la demande extérieure a enrayé cette reprise. La FBCF totale a crû de seulement 0,5 et 0,2 % aux deux premiers trimestres. L'enquête auprès des industries relate un bon niveau de demande générale ; mais, depuis février, la tendance des commandes, et avec un petit décalage dans le temps, celle de la production, sont orientées à la baisse. Ces tendances se vérifient pour tous les secteurs, et apparaissent les plus accentuées dans celui des biens d'investissement. Mais, de manière surprenante, ce secteur est dans le même temps le seul pour lequel le taux d'utilisation des équipements s'accroît, et atteint même son plus haut niveau depuis 1990. Les indicateurs conjoncturels décrivent donc de manière contradictoire la situation des entreprises italiennes.

Le différentiel qui subsiste sur les taux d'intérêt à court terme ne semble pas être la cause de l'atonie de l'investissement, d'autant que l'offre de crédit est favorisée par l'harmonisation à la baisse du taux de réserves obligatoires des banques. Si l'on estime néanmoins que des comportements attentistes peuvent persister en dépit de la convergence déjà acquise des taux d'intérêt longs, on peut penser qu'un rebond plus net de l'investissement interviendrait en 1999, après la croissance relativement faible de 3 % en 1998.

Les entreprises semblent avoir consacré leurs ressources à la constitution de stocks. Sur les quatre derniers trimestres, les variations de stocks représentent plus de 2 points de PIB. Pourtant, à l'exception du secteur des biens intermédiaires, où ils seraient supérieurs à la normale, les stocks de produits finis sont jugés normaux par les industriels.

## Le commerce extérieur

Dans cette phase de croissance molle, où l'investissement demeure faiblement positif, où les stocks étaient initialement faibles, et les anticipations sur la demande finale plutôt favorables, les entreprises italiennes ont massivement importé. Les exportations demeurent sur un rythme stable si bien que la contribution du commerce extérieur à la croissance est de nouveau négative, alors qu'elle l'avait déjà fortement été en 1997.

Les importations de biens intermédiaires, qui représentent plus de 50 % du total ont crû de 13 % en valeur en un an en dépit de baisses de prix importantes sur ces produits. Mais, de manière plus surprenante encore, les importations de biens d'investissement, et de biens de consommation ont crû de 20 % en glissement durant la même période, y compris au cours deux premiers trimestres de 1998 où la demande intérieure a été faible.

Le commerce extérieur italien est traditionnellement très réactif : ce phénomène avait déjà été observé à plusieurs reprises au cours des années récentes, lors de l'ouverture des PECO, de la dépréciation de la lire, etc. Naguère observée sur les exportations, cette sensibilité s'exerce aujourd'hui sur les importations, particulièrement en provenance des pays asiatiques ayant récemment subi des dépréciations de change.

Les effets directs de la crise asiatique sont nettement visibles dans les résultats du commerce extérieur de biens en valeur : la décomposition par zone montre qu'au premier semestre la dégradation du solde commercial a été de près de 0,5 point de PIB rien que pour les seuls échanges avec les 4 NPI d'Asie. Les exportations vers ces pays ont diminué de 0,2 point de PIB à elles seules, alors qu'elles représentaient seulement 4,3 % des exportations à leur maximum de 1996. Depuis un an les importations en valeur en provenance d'Asie ont considérablement crû par rapport à l'année précédente : + 60 % pour la Corée, des taux voisins de 50 % pour les autres pays dont les monnaies se sont dépréciées, et + 25 % en provenance du Japon (résultats au premier trimestre). L'impact sur le commerce en volume est plus important encore, puisque ces prix ont baissé.

Mais ces effets directs de la crise ne sont pas les seuls à jouer : en effet, la Chine, ou même les Etats-Unis voient leurs exportations considérablement progresser vers l'Italie, alors même que leurs taux de change

*17. Italie : impact des échanges extérieurs sur le PIB*

| Valeurs (milliards ITL) | Variation du solde en valeur | | Variation du solde en points de PIB | |
|---|---|---|---|---|
| Non CVS | 98-S1 /97-S1 | 12 mois | 98-S1 / 97-S1 | 12 mois |
| **Total biens** | – 3 222 | – 12 480 | – 0,3 | – 0,6 |
| **Répartition par zone** | | | | |
| UE | – 988 | – 7 084 | – 0,1 | – 0,4 |
| Extra UE | – 2 234 | – 5 396 | – 0,2 | – 0,3 |
| Etats-Unis | 1 127 | 1 907 | 0,1 | 0,1 |
| Japon | – 1 429 | – 2 885 | – 0,1 | – 0,1 |
| EFTA | – 417 | – 350 | 0,0 | 0,0 |
| Chine | – 729 | – 1 652 | – 0,1 | – 0,1 |
| NPI d'Asie | – 3 298 | – 4 492 | – 0,3 | – 0,2 |
| PECO | 623 | 1 003 | 0,1 | 0,1 |
| OPEP | 1 048 | – 117 | 0,1 | 0,0 |
| Autres | 836 | 1 185 | 0,1 | 0,1 |
| **Répartition par produit** | | | | |
| Biens de consommation | – 1 864 | – 5 309 | – 0,2 | – 0,3 |
| Biens d'investissement | 986 | 632 | 0,1 | 0,0 |
| Biens intermédiaires | – 2 491 | – 7 951 | – 0,2 | – 0,4 |
| NPI + Chine + Japon | – 5 456 | – 9 029 | – 0,5 | – 0,5 |
| NPI + Chine + Japon + Autres | – 4 620 | – 7 844 | – 0,5 | – 0,4 |

*Sources* : ISTAT, calculs OFCE.

ne se sont pas dépréciés.

Le tableau 17 fournit une évaluation de l'évolution du solde extérieur du commerce de marchandises en valeur. L'impact observé ici minore très probablement les évolutions des volumes, mais s'étage déjà tout de même entre 0,2 et 0,8 point de PIB selon la période de référence et le champ considérés.

La contribution de la balance commerciale en volume pourrait toutefois redevenir positive si le gonflement des importations au premier semestre correspondait bien au souci de profiter d'une offre peu onéreuse pour constituer des stocks ; les composantes des importations, biens intermédiaires et biens d'investissement, laissent présager une dynamique vertueuse qui devrait se retrouver sur la production future.

Aussi, notre prévision comporte-t-elle un fort ralentissement des importations aux troisième et quatrième trimestres de 1998, conduisant à

une hausse de 7,3 % en 1998 puis de 4,0 % en 1999. En effet, une fois les stocks reconstitués, leur accumulation ne devrait pas se poursuivre sans regain de la demande intérieure, ou des exportations. Les exportations s'accéléreraient légèrement, dans la mesure où la chute vers l'Asie est déjà acquise, et que les partenaires européens croissent sensiblement plus que l'Italie. Le taux de croissance des exportations ne serait cependant que de 6,6 % en 1998, et de 7,7 % en 1999.

## Royaume-Uni : sous pression

En 1998, l'économie britannique est entrée dans sa sixième année consécutive de croissance. Cependant, le ralentissement à l'œuvre depuis la mi-1997 s'est poursuivi au premier semestre. La progression du PIB, estimée à 3,4 % en 1997 [10] mais à 2,7 % en glissement au deuxième trimestre 1998, aurait ralenti de 1 point en un an. L'écart de production [11] (selon l'OCDE) serait nul cette année. Le taux de chômage a continué de baisser pour atteindre 4,6 % en août (selon la mesure nationale, inférieure de 1,5 point à celle du BIT). L'inflation est restée maîtrisée. Le solde courant serait redevenu déficitaire (– 1 point de PIB au premier semestre après + 0,6 en 1997). L'économie britannique est soumise à de fortes pressions : internes, *via* le niveau des taux d'intérêt, conditionnée aux craintes de tensions sur les prix et le marché du travail et externes, *via* le ralentissement du commerce mondial résultant de la crise asiatique, le ralentissement de la croissance américaine et le haut niveau de la livre sterling. Ces pressions devraient fortement peser sur l'activité dans les mois à venir. Cependant, des perspectives budgétaires plus expansionnistes et l'assouplissement des conditions monétaires devraient atténuer l'ampleur du ralentissement et éviter la récession.

### Vers un assouplissement des conditions monétaires

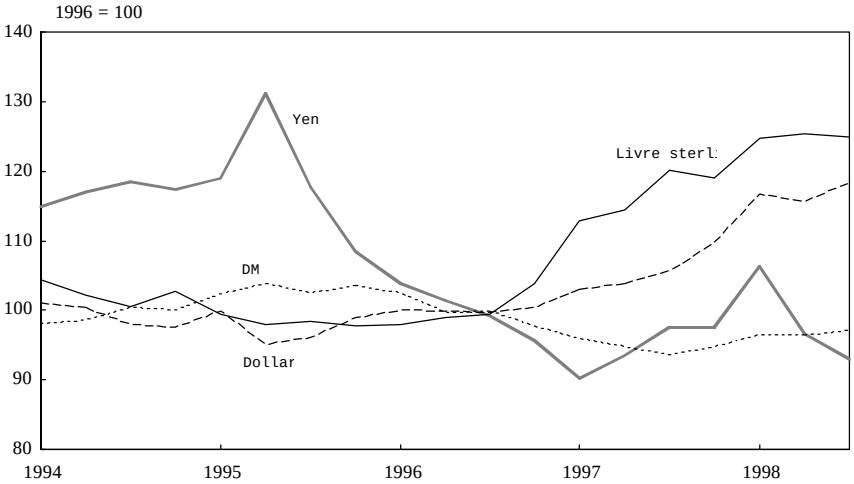
Le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre, devenue indépendante le 1er juin dernier, a pour premier objectif de veiller à la stabilité des prix. La cible d'inflation définie par le gouvernement, mesurée selon l'indice des prix de détail, hors intérêts hypothécaires, est

10. La prévision s'appuie sur les Comptes nationaux trimestriels du premier trimestre 1998, parus le 23 juin dernier. Les comptes du deuxième trimestre publiés le 24 septembre sont pour la première fois présentés selon la méthodologie du système de comptabilité européenne ESA 95, et rebasés en base 1995 (au lieu de 1990). Ces comptes font notamment apparaître une plus forte croissance de l'activité depuis 1991 (0,2 % en moyenne), soit 2,6 % et non 2,2 % en 1996, 3,5 % et non 3,4 % en 1997 (dont une plus forte hausse de l'investissement). Ils ne sont pas intégrés dans notre prévision.

11. C'est-à-dire la différence entre la production et la production potentielle.

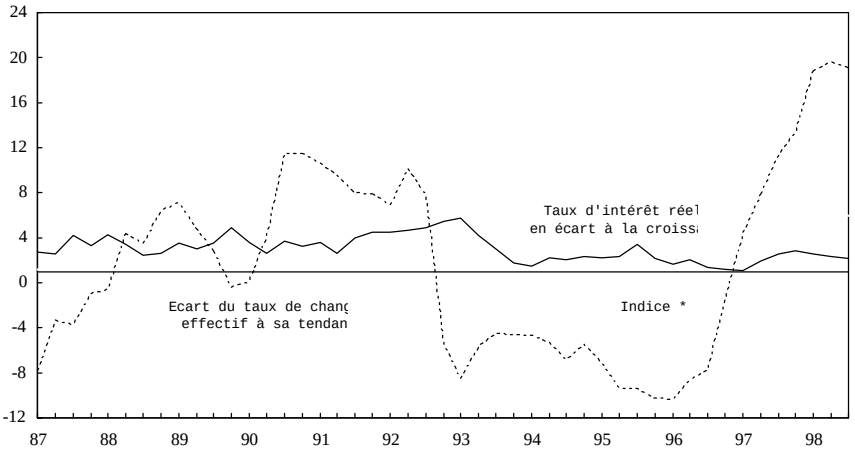
de 2,5 %. Le dépassement de cette cible au printemps (3,2 % en mai) et une accélération des rémunérations ont conduit à un relèvement des taux d'intérêt de 0,5 point début juin, plaçant les taux courts britanniques à 7,5 %, soit 4 points au dessus des taux allemands. Depuis leur point bas d'août 1996, les taux courts nominaux ont connu une hausse de 1,75 point, les taux réels de plus de 2 points. Dans le même temps, les

*18. Taux de change effectifs réels des grandes devises*




*Sources* : OCDE, sources nationales et calculs OFCE.

*19. Royaume-Uni : Conditions monétaires*




* L'indice est calculé ainsi : 1*[moyenne (taux à 3 mois, taux à 10 ans) — glissement annuel des prix à la consommation — croissance lissée du PIB] + 0,2 [taux de change effectif réel en écart à sa moyenne sur 10 ans]. Il 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 réel en écart à son niveau « historique » C. Mathieu et O. Passet, 1997 : « Disparités de croissance et de politique économique en Europe », *Revue de l'OFCE*, n° 64, pp. 165-166).

*Sources* : OCDE, sources nationales, estimations et calculs OFCE.

taux longs ont baissé pour atteindre 5,6 % en termes nominaux, soit un point de plus que les taux allemands et américains. La politique monétaire est devenue fortement restrictive. En appliquant à nos hypothèses de croissance et de prix une relation de Taylor, le taux d'intervention de la Banque centrale devrait être de 5,4 % en 1998 et de 4,2 % en 1999.

Le taux de change effectif nominal de la livre s'est apprécié d'environ 25 % depuis le début 1996, soit une hausse proche de 30 % en termes réels, ce qui place le Royaume-Uni dans une situation de compétitivité défavorable par rapport à ses principaux partenaires commerciaux (graphique 18). Le taux de change effectif réel de la livre se retrouve à des niveaux plus élevés qu'avant la dévaluation de 1992 (graphique 19).

Le durcissement des conditions monétaires, à la fois en termes de taux d'intérêt et de taux de change, devrait peser fortement sur la croissance. Notre scénario envisage un assouplissement des conditions monétaires, qui semble s'amorcer au troisième trimestre pour ce qui concerne les taux de change, mais qui ne permettrait cependant pas de revenir à une situation aussi favorable qu'en 1993. La baisse des taux courts serait d'un point à l'horizon de la fin 1999, soit une baisse de l'ordre de 0,25 point d'ici la fin de l'année et de nouvelles baisses au premier semestre prochain au fur et à mesure que le ralentissement de l'économie se confirmerait. Les taux courts seraient donc voisins de 7,4 % en moyenne cette année et de 6,5 % l'an prochain. Le taux de change de la livre sterling, qui resterait stable par rapport au dollar américain, se déprécierait de 8 % en moyenne annuelle en 1998 face aux monnaies européennes, pour approcher 1,22 euro à la fin 1999 (2,64 DM).

## Des exportations en repli

Les exportations sont restées dynamiques jusqu'à la mi-1997. Elles ont ralenti depuis lors, en grande partie sous l'effet de la crise asiatique, bien que l'impact soit difficile à chiffrer en l'absence d'un partage volume-prix des exportations par zones. L'analyse des flux commerciaux fait apparaître une chute cumulée de 30 % des exportations en valeur vers les pays émergents d'Asie en crise, du quatrième trimestre 1997 au deuxième trimestre 1998 (tableau 18). Cela représente, en supposant que les prix n'aient pas varié, un impact de – 1,6 % sur les exportations. S'y ajoutent une chute des exportations vers le Japon (– 30 %), une décrue des exportations vers les pays de l'Union européenne (– 3,6 %) et une quasi-stabilité vers l'Amérique du Nord, l'ensemble des exportations affichant un recul de 6,6 % [12].

12. Du côté des importations, les flux en provenance des pays émergents d'Asie « en crise », qui représentaient 8 % des importations de marchandises britanniques en 1996, ont baissé de 8 % au premier semestre 1998, soit davantage que ceux en provenance du reste du monde (-2,6 %).

*18. Royaume-Uni : Evolution des exportations par zones depuis le début de la crise asiatique*

Les soldes d'opinion des industriels sur les carnets de commandes étrangères, devenus négatifs au début de 1996, lorsque la livre a commencé à s'apprécier, se sont régulièrement dégradés depuis. Ils ont atteint en juin dernier un niveau particulièrement bas, inférieur à celui atteint avant la crise de 1992. En volume, les exportations industrielles, qui représentent 60 % des exportations de biens et services, sont cependant demeurées dynamiques jusqu'au deuxième trimestre 1997, grâce aux efforts de compression de marge des exportateurs, qui ont limité les pertes de parts de marché. Les exportations seraient affectées par le ralentissement du commerce mondial inscrit dans notre prévision. La demande de produits manufacturés adressée au Royaume-Uni progresserait de 6 % en 1998 et de 5 % en 1999 (8 % l'an dernier), soit un peu plus vite que le commerce mondial, du fait de l'importance des échanges européens dans les exportations. La compétitivité-prix dégradée conduirait à des pertes de parts de marché en 1998, mais la dépréciation de la livre permettrait le retour progressif à une stabilisation l'an prochain.

Le ralentissement de la demande interne limiterait la progression des importations à l'horizon de la prévision. La contribution du solde extérieur à la croissance serait cependant négative. Le déficit du solde courant représenterait près de 1 point de PIB en 1998 et 1,3 point de PIB en 1999.

## Une demande intérieure moins dynamique

C'est la vigueur de la demande intérieure, et tout particulièrement de la consommation des ménages, qui a permis la forte croissance de l'an passé (tableau 19). Mais la consommation des ménages a ralenti au premier semestre, et les indicateurs conjoncturels suggèrent une poursuite du ralentissement au cours de l'été. Le moral des consommateurs s'est dégradé en juin et juillet. Les indicateurs de ventes de détail en volume ont connu, au mois le mois, de fortes fluctuations erratiques, attribuées à

*19. Royaume-Uni : contributions à la croissance du PIB*

| En points | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|
| Consommation des ménages | 2,9 | 2,2 | 1,2 |
| Consommation publique | 0,0 | 0,2 | 0,6 |
| FBCF totale, dont : | 0,9 | 0,7 | 0,1 |
| – logement | 0,2 | 0,2 | 0,0 |
| – hors logement | 0,7 | 0,5 | 0,0 |
| Exportations de biens et services | 2,4 | 0,2 | 1,0 |
| Importations de biens et services | – 2,8 | – 1,4 | – 1,2 |
| Variations de stocks | – 0,0 | 0,3 | – 0,3 |
| PIB | 3,4 | 2,3 | 1,3 |

*Sources* : ONS (Comptes nationaux trimestriels parus le 23 juin 1998), prévision OFCE.

des événements exceptionnels, tels la Coupe du monde en juin (forte baisse des ventes suivie d'une forte hausse en juillet); ils ont peu progressé en août, atteignant 2,9 % en glissement sur un an, après des rythmes de plus de 4 % jusqu'en mai. Les enquêtes sur les mises en chantier et les commandes de logements indiquent que l'investissement logement serait au mieux stable d'ici la fin de l'année. La consommation ralentirait à partir du second semestre 1998, sous l'effet d'une moindre progression des revenus. Le taux d'épargne connaîtrait une légère remontée d'ici la fin de l'année, du fait du repli des cours boursiers et de la dégradation de l'environnement économique (il serait de 10 % en moyenne annuelle comme en 1997).

L'évolution de l'activité a connu des évolutions différenciées dans l'industrie et les services. La production manufacturière est pratiquement plate depuis un an. Les perspectives de commandes intérieures se sont dégradées depuis le printemps, mais bien moins que celles des commandes étrangères. Le taux d'utilisation des capacités de production est en repli depuis la mi-1997. L'emploi industriel diminue depuis le début de l'année. L'investissement a reculé au deuxième trimestre et resterait peu dynamique, apportant une contribution pratiquement nulle à la croissance. L'ajustement des stocks contribuerait à ralentir la croissance à partir du second semestre. Par contre la production de services a continué de croître. La croissance du PIB (optique production) a été de 0,5 % au deuxième trimestre 1998, mais ce chiffre était gonflé par les conditions climatiques qui ont favorisé la production d'énergie.

Compte tenu du cycle de productivité, l'emploi continuerait à progresser (1,2 % en 1998 et 0,5 % en 1999). Le taux de chômage resterait pratiquement stable. L'évolution des rémunérations s'est accélérée depuis le mois de mars, en partie sous l'effet temporaire du paiement de bonus liés aux profits de l'année précédente (représentant 1,4 % de hausse des salaires en mars selon l'ONS). En glissement, la progression des gains moyens était de 5,6 % en mars, de 4,7 % en juin, et reviendrait à 4,5 % au début de 1999. Les salaires ne connaîtraient pas d'inflexion majeure, du fait de la stabilisation du taux de chômage. Les risques d'accélération des salaires ne pourraient concerner que le seul secteur public, où les accords passés ont conduit à des hausses très en deçà du reste de l'économie (de l'ordre de 2,5 %).

La progression des prix a été limitée par la baisse des prix des produits importés. Ce ne serait plus le cas en 1999. Les tensions inflationnistes domestiques seraient cependant limitées par le ralentissement de l'activité. L'indice de référence des prix de détail, qui est revenu à 2,5 % en glissement en août, après la disparition de l'effet de la hausse de la fiscalité pétrolière de l'année précédente (soit – 0,2 point), ne connaîtrait pas d'inflexion majeure à la hausse.

**6. Les nouvelles règles de moyen terme de la politique budgétaire**

De nouvelles règles budgétaires de moyen terme ont été présentées en juin dernier et s'appliqueront à partir de l'exercice budgétaire commençant en avril prochain (*Economic and Fiscal Strategy Report*, juin 1998 ; *Comprehensive Spending Review*, juillet 1998). Présentées sous le thème de la « prudence fiscale », s'appliquant à l'ensemble du cycle économique, avec un objectif de stabilisation de la croissance et de l'emploi à des niveaux « élevés », d'équité et de cohésion sociale, tout en veillant au respect de l'environnement, elles s'articulent autour de deux principes :

— La règle d'or : les dépenses courantes ne doivent pas être supérieures aux recettes courantes, sur l'ensemble du cycle économique.

Les dépenses courantes devraient croître de 2,25 % par an en moyenne, soit le taux de croissance tendanciel de l'économie, d'ici la fin de la législature (trois ans).

— La règle de soutenabilité : le ratio de la dette publique nette au PIB doit être maintenu à un niveau « stable et prudent ».

Le gouvernement propose par ailleurs de stabiliser l'investissement public net à hauteur de 1,5 point de PIB, ce qui signifie un doublement de l'investissement net. Un fonds (*Investing in Britain Fund*) sera créé pour améliorer l'infrastructure et le secteur public.

## Vers une politique budgétaire plus expansionniste

La politique budgétaire a pesé sur la croissance en 1997. L'amélioration du solde primaire structurel (c'est-à-dire hors versements d'intérêts) aurait représenté 2,5 points de PIB (tableau 14). Cette année, le budget devrait être neutre conjoncturellement. Les mesures de moyen terme annoncées par le gouvernement en juin dernier laissent envisager une politique budgétaire plus expansionniste en 1999 (encadré 6). Elles pourraient conduire à une croissance des dépenses de l'ordre de 3 % en volume par an à l'horizon de la prévision.

Le gouvernement travailliste, en place depuis en juin 1997, a mis l'accent sur le retour à l'emploi de franges de population actuellement en marge du marché du travail (*New Deal* : programme en faveur des

**7. L'instauration d'un salaire minimum national au Royaume-Uni**

A la suite des recommandations de la *Low Pay Commission* (« *The National Minimum Wage* », First Report of the Low Pay Commission, juin 1998), un salaire minimum national prendra effet en avril 1999. Depuis la suppression *des Wage Councils* en 1993, l'agriculture est le seul secteur où des conventions de salaires minimums subsistent. C'est la première fois qu'un salaire minimum national sera introduit au Royaume-Uni. Le taux retenu est de 3,60 £ (de 3 £ pour les jeunes de 18 à 21 ans).

Le salaire minimum devrait concerner près de 10 % des emplois, soit 2 millions de personnes. La Commission estime qu'il concernerait 1,8 millions d'emplois des plus de 21 ans (soit 8 % de cette catégorie) et essentiellement des femmes travaillant à temps partiel (1,15 millions soit 20 % de cette catégorie), dans le secteur des services.

Le niveau de salaire retenu représente environ la moitié du salaire médian (y compris primes). Il place le Royaume-Uni à un niveau intermédiaire dans l'échelle des salaires minimums des autres pays de l'OCDE, au dessus du salaire minimum en vigueur aux Etats-Unis, mais au dessous du salaire français. La *Low Pay Commission* estime que la mise en place du salaire minimum conduira à une hausse de 0,5 % de la masse salariale.

jeunes, étendu aux chômeurs de longue durée âgés de plus de 25 ans et aux parents célibataires). Il s'est par ailleurs engagé dans une réforme de la fiscalité et de la protection sociale. Le budget 1998 a prévu l'instauration en octobre 1999 d'un crédit d'impôt pour les familles de salariés à bas salaires et qui remplacera le *family credit* actuel. La prochaine étape est l'instauration d'un salaire minimum national en avril 1999 (encadré 7) qui devrait avoir un impact macroéconomique faible à court terme. Il conduirait à une hausse du niveau des salaires de l'ordre de 0,5 %. Le Comité de politique monétaire a estimé, dans son rapport sur l'inflation du mois d'août, que l'impact négatif du salaire minimum sur l'emploi serait compensé par les entrées sur le marché du travail résultant des dispositifs en faveur de l'emploi.

Au total, la croissance ralentirait nettement en 1998 et 1999 (2,3 et 1,3 % après 3,4 % en 1997) (tableau 20). Le décalage conjoncturel vis-à-vis des autres pays de l'Union européenne serait donc inversé, la croissance britannique devenant la plus faible de l'UE. Le refus du Royaume-Uni d'entrer dans la zone euro avant 2002 se justifierait *a posteriori* par le maintien de la désynchronisation des évolutions conjonctu-

relles entre le Royaume-Uni et l'Europe continentale mais la question de la convergence se poserait toujours avec acuité. Les incertitudes de cette prévision portent sur l'ampleur du ralentissement : d'un côté les tensions sur le marché du travail et les prix pourraient être plus fortes qu'envisagé ici, ce qui modifierait les perspectives de la politique monétaire en conduisant à une gestion des taux d'intérêt plus restrictive. De l'autre, si l'absence de tensions internes sur le marché du travail se confirmait et si les signes de ralentissement de l'activité s'accentuaient, dans un environnement international dégradé, le *policy-mix* pourrait devenir plus souple. La combinaison d'une politique monétaire plus accommodante qu'envisagé, toutefois peu compatible avec le strict respect de l'objectif d'inflation de 2,5 %, et d'une politique budgétaire moins restrictive pourrait alors conduire plus rapidement l'économie britannique sur le chemin de la reprise.

## PECO : une croissance déséquilibrée

La plupart des anciennes démocraties populaires ont connu ces dernières années des croissances remarquables. Sur les quatre dernières années, le taux de croissance moyen a atteint 6,3 % en Pologne et en Slovaquie ; 4,0 % en Slovénie ; 3,6 % en République Tchèque. Certains pays ont connu une croissance plus modérée en raison de déséquilibres persistants : 2,5 % en Hongrie, 2,1 % en Roumanie. D'autres n'ont toujours pas réussi à surmonter le choc de la transition : le PIB a baissé au rythme de 4,8 % l'an en Russie ; de 3,6 % en Bulgarie.

Ces pays connaissent pour la plupart un important déficit extérieur financé par des entrées de capitaux directs, de sorte que la poursuite de leur croissance dépend de l'absence de contagion de la crise russe. Cette non-contamination est probable dans la mesure où les marchés ont compris que leur situation est radicalement différente : la réorganisation de

*21. Eléments statistiques concernant les PECO*

| | PIB | | | Inflation | Taux d'intérêt | Taux de change* | Déficit extérieur en % du PIB |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1997 | 1998 | 1999 | S98 | S98 | S98/J97 | 1997 |
| Pologne | 6,9 | 5,6 | 5,0 | 11,5 | 18,4 | – 11,8 | 3,2 |
| Hongrie | 4,4 | 4,5 | 4,0 | 13,5 | 19,2 | – 19,1 | 2,2 |
| République tchèque | 1,0 | – 0,5 | 2,0 | 9,4 | 13,6 | – 1,2 | 6,2 |

*Vis-à-vis du DM.
*Sources* : Eastern Europe Consensus Forecasts, prévisions OFCE.

l'économie est plus avancée (même si les sureffectifs perdurent), les impôts rentrent, les systèmes financiers fonctionnent (tableau 21). Toutefois, certains de ces pays ont conservé des liens commerciaux relativement importants avec les pays de l'ex-CEI : les exportations vers cette zone représentent encore 15,3 % des exportations polonaises, 7,3 % des exportations hongroises, 5,0 % des exportations tchèques.

La croissance polonaise est particulièrement vive, impulsée par la consommation (+ 7,0 % en 1997) et surtout la FBCF (+ 23,5 %). Elle s'effectue dans un climat d'inflation forte, mais plutôt en légère décrue. Le déficit public n'est que de 2 points de PIB. Le taux de chômage a diminué de 16,5 % en 1994 à 9,6 % actuellement. Les autorités pratiquent une politique de change géré en suivant un panier de monnaies, la lente dépréciation du change compensant le surcroît d'inflation. Toutefois, la relative libéralisation des mouvements de capitaux fait que cette dépréciation est freinée par le fort niveau des taux d'intérêt, destiné à ralentir l'activité. Aussi, le début de l'année 1998 a-t-il vu un ralentissement du taux de croissance de l'activité. La Pologne connaît une forte hausse de ses importations (21 % en 1997) et de ses exportations (15 %), qui se traduisent par un gonflement important de son déficit courant qui pourrait atteindre 5 points de PIB en 1999. Celui-ci est financé sans problème par des investissements directs (3 points de PIB en 1996) et des entrées de capitaux attirés par le niveau des taux d'intérêt. Malgré ces éléments de fragilité, la forte croissance polonaise reste encore soutenable.

La Hongrie a retrouvé une croissance vigoureuse en 1997 (4,4 %), impulsée par la FBCF (8,8 %), la consommation des ménages restant à la traîne (0,9 %). Cette croissance reste déséquilibrée : le taux d'inflation est de l'ordre de 13 % (mais il a connu une baisse sensible après les 28 % de 1995 et les 24 % de 1996). Le déficit public est de l'ordre de 4,5 points de PIB. Les autorités monétaires laissent le forint se déprécier selon la hausse des prix, mais la crise russe les a obligées à remonter leur taux d'intérêt, ce qui devrait peser sur la croissance. Enfin, la Hongrie a réussi en 1997 à faire croître ses exportations comme ses importations (au taux d'environ 26 %), stabilisant ainsi son déficit à 2,2 % de son PIB. L'année 1998 voit la reprise de la consommation privée, qui devrait compenser le ralentissement des exportations. Aussi, la Hongrie pourrait retrouver un rythme de croissance de l'ordre de 4 %.

La République Tchèque connaît une période de stagnation économique après un épisode de forte croissance de 1994 à 1996. Le PIB, qui n'a crû que de 1 % en 1997, devrait reculer en 1998 en raison de la baisse de la consommation des ménages et de l'investissement. Le taux de chômage qui avait baissé en dessous de 3 % au début de 1996 est déjà remonté à 7 %. C'est le creusement du déficit extérieur qui avait contraint les autorités à durcir fortement leur politique monétaire en 1996. Celui-ci reste à un niveau élevé (6,2 % du PIB en 1997), mais devrait se réduire avec la récession. Bizarrement, la couronne, qui s'était fortement dépréciée vis-à-vis du mark en 1997 s'est redressée depuis. Le déficit public est limité (de l'ordre de 1 point de PIB) ; l'inflation est relativement modérée (de l'ordre de 10 %). La marge de manœuvre reste cependant étroite, d'autant plus que l'absence de majorité stable n'est guère propice à une politique économique courageuse : il serait nécessaire de coupler une politique de baisse du taux d'intérêt, donc du change et une politique budgétaire restrictive pour pouvoir croître plus vite sans trop dégrader le solde extérieur.

## Russie : dans l'impasse

Fin 1997, la situation économique russe semblait en voie d'amélioration. Le PIB avait arrêté de décliner. En 1997, sa hausse aurait été de 0,8 % en moyenne annuelle (après des baisses de 4,1 % en 1995 puis de 3,5 % en 1996), mais de 2,6 % en glissement, ceci grâce à une forte reprise de la consommation. La production industrielle était repartie (+4 % en glissement en 1997). L'inflation était limitée à 11 %. Toutefois, le taux de chômage continuait sa progression (11,3 % fin 1997 contre 9,9 % fin 1996, selon le concept BIT) ; le déficit budgétaire représentait 8,4 % du PIB (dont 4,5 % pour les versements d'intérêts). La particularité de la situation était que l'Etat s'était engagé à ne pas avoir recours à la création monétaire ; il devait donc réussir à trouver des prêteurs à l'intérieur ou à l'extérieur. Pour cela, il augmentait de façon insoutenable le taux d'intérêt sur les bons du Trésor (les GKO). Pour le reste, le déficit était comblé par le non-versement des salaires des fonctionnaires et le non-paiement des factures aux entreprises ; en contrepartie, celles-ci ne payaient plus les impôts qu'elles devaient. L'accumulation de non-paiements représentait 40 % du PIB à la fin 1997. Par ailleurs, l'excédent commercial et les crédits obtenus de l'étranger avaient pour contrepartie principale des fuites de capitaux privés à l'étranger (tableau 22). Le taux d'intérêt au jour le jour, qui avait baissé de 30 % fin 1996 à 17 % à la mi-1997, avait commencé à remonter avec la crise asiatique : il se situait à 30 % à la fin 1997. Le taux de change était stabilisé à 5,9 roubles pour un dollar, soit un glissement de 7,3 % en un an, un peu plus faible que la hausse des prix.

La situation s'est fortement dégradée à partir du début de l'année 1998. Les chutes du prix du pétrole, qui représente la moitié des exportations russes, et du prix des matières premières ont réduit à néant l'excédent commercial. Du coup, les avoirs extérieurs ont commencé à chuter. En même temps, la situation des finances publiques apparaissait de plus en plus nettement insoutenable. Le cercle vicieux habituel s'est enclenché : fuite de capitaux, hausse des taux d'intérêt, hausse incontrôlable de la dette publique. A partir de mars, le taux d'intérêt a dépassé 60 %. En août, le gouvernement a décidé un moratoire sur le service de sa dette intérieure. Le 17 août, la Banque centrale s'est résignée à ne plus soutenir le rouble; celui-ci a chuté de 1 dollar pour 6 roubles à 1 dollar pour 9 roubles; fin septembre, il fallait 17 roubles pour 1 dollar. Le PIB a déjà baissé de 2,8 % entre le quatrième trimestre 1997 et la mi-1998. En 1998, la baisse devrait atteindre 5 % en moyenne annuelle. De la mi-août à la fin septembre, la hausse des prix était déjà de 70 %.

Le FMI avait mis sur pied en juillet un programme de crédits de

*22. La balance des paiements russe en 1997*

En milliards de dollars

| | |
|---|---|
| Solde commercial | 12,1 |
| Transferts courants | – 9,1 |
| Crédits au secteur public | 21,1 |
| Crédits aux banques | 7,6 |
| Sorties de capitaux privés | – 35,2 |
| Entrées de capitaux privés | 13,5 |
| Erreurs et omissions | – 8,1 |
| Réserves | – 1,9* |

* Un chiffre négatif représente une hausse des réserves.
*Source : Russian Economic Trends.*

*23. Exportations vers les pays de l'Est en 1995*

En % des exportations totales

| | UE-15 | France | Allemagne |
|---|---|---|---|
| Pologne | 1,01 | 0,72 | 1,74 |
| Hongrie | 0,57 | 0,26 | 0,97 |
| République tchèque | 0,77 | 0,44 | 1,58 |
| République Slovaque | 0,21 | 0,12 | 0,42 |
| Roumanie | 0,25 | 0,19 | 0,35 |
| Bulgarie | 0,14 | 0,06 | 0,18 |
| Pays Baltes | 0,22 | 0,07 | 0,24 |
| Autres | 0,70 | 0,32 | 0,85 |
| Total des PECO | 3,87 | 2,18 | 6,33 |
| CEI | 1,35 | 0,93 | 2,00 |

*Source* : OCDE.

*Achevé de rédiger le 6 octobre 1998*

22,6 milliards de dollars (dont 15 milliards en 1998; 4,6 milliards ayant déjà été versés) mais la poursuite de celui-ci est conditionnée à la réalisation d'un programme de réduction du déficit public (de 7 points de PIB à 2,8 en 1999). Une fois de plus, le gouvernement russe se retrouve au pied du mur, obligé d'atteindre un objectif impossible, à savoir faire entrer les impôts. La tentation est grande d'utiliser la création monétaire pour régler les impayés, ce qui attiserait une inflation à laquelle la dévaluation du rouble a déjà donné un coup de fouet. Il est évident pour tous que la Russie ne pourra se tirer d'affaire que quand les impôts rentreront, les crédits seront remboursés, le système bancaire fonctionnera, la solidité de la monnaie sera rétablie, les fuites de capitaux seront stoppées. Le fait est que l'on voit mal quelles forces politiques et sociales permettront aux réformes nécessaires de se faire.

L'ensemble de la zone PECO-CEI représente un débouché important pour l'UE, soit 5,2 % de ses exportations (tableau 23), le chiffre s'élevant à 8,3 % pour l'Allemagne. De 1994 à 1997, son dynamisme expliquait 0,3 % de croissance annuelle en Allemagne. Aussi est-il important pour l'UE que la zone des PECO reste épargnée des turbulences actuelles.

# *ANNEXE*

## L'impact de la crise asiatique : une évaluation avec MIMOSA

La crise asiatique et ses conséquences marquent fortement l'évolution de l'économie mondiale depuis juillet 1997. Nous nous proposons ici d'en évaluer l'impact global à l'aide d'une variante du modèle multinational MIMOSA. Cette simulation met à jour l'étude réalisée en avril dernier [1] en y incorporant les informations désormais disponibles sur l'approfondissement et l'élargissement de la crise en 1998 : extension à l'Amérique latine et à la Russie, baisse des taux longs, baisse des prix des matières premières.

## Les hypothèses

Simuler l'impact de la crise nécessite de disposer d'un scénario de

1. Voir : « Bascule transatlantique », *Revue de l'OFCE*, n° 65, avril 1998, p. 23-28.

référence sans crise. Nous avons donc construit avec MIMOSA un scénario fictif de croissance régulière où les pays émergents poursuivent de 1997 à 2000 leur expansion au rythme tendanciel des années 1991-1996, tandis que les prix des matières premières évoluent de façon régulière et que les taux d'intérêt connaissent une évolution cyclique.

La crise asiatique s'est propagée à de nombreuses zones géographiques et à de nombreux marchés, en particulier les marchés financiers et ceux de matières premières. Il est difficile et parfois arbitraire de départager les événements qui doivent lui être rattachés de ceux qui relèvent essentiellement d'une évolution autonome. Nous avons choisi d'écarter de la variante deux événements notables des derniers mois : d'une part la baisse récente des cours boursiers dans l'OCDE (le repli des cours boursiers relève en partie d'une correction attendue après la hausse excessive et son effet sur l'économie réelle est difficile à évaluer); d'autre part l'aggravation de la récession japonaise en 1998 (qui s'explique en grande partie par des facteurs internes). Les hypothèses retenues sont présentées dans le tableau A.1.

## Pays asiatiques

L'Asie est décrite par le modèle MIMOSA en deux zones : les NPIA (nouveaux pays industriels d'Asie : Taiwan, HongKong, Singapour, Corée du Sud) et le reste de l'Asie. Dans la variante, le scénario de crise comporte [2] :

— une réduction du taux de croissance du PIB de 6 % en 1998 et 5 % en 1999 dans les NPI; de 7 % et 4 % dans le reste de l'Asie;

— une chute des devises face au dollar depuis juillet 1997. En raison des comportements de marge et de la pénurie de devises, la dépréciation n'est que partiellement répercutée dans les prix à l'exportation des pays asiatiques. Les prix à l'exportation en dollars sont plus bas de 10 % environ à partir de 1998;

— une chute des importations de 15 % en 1998 puis encore de 5 à 7 % en 1999 dans les deux zones;

— une baisse des exportations des pays d'Asie en raison du recul du commerce intra-zone et des problèmes de désorganisation de la production et de trésorerie qui empêchent les entreprises de ces pays de tirer parti des gains de compétitivité dès 1998.

## Prix des matières premières

La révision des perspectives de demande en provenance des pays

2. Production, importations, etc. des zones émergentes étant des variables endogènes, ce scénario est introduit dans le modèle en calibrant des chocs sur la demande intérieure, les prix et les importations des pays d'Asie.

émergents a provoqué un repli du prix du pétrole. En moyenne annuelle le prix du baril devrait passer de 19,10 dollars en 1997 à 13 dollars en 1998. La variante considère donc que la crise est responsable d'une baisse de 30 % à partir de 1998 du prix du pétrole et d'une baisse de 10 % du prix des matières premières.

### Taux d'intérêt

Les taux d'intérêt courts des Etats-Unis et de l'Allemagne sont *grosso modo* stables depuis 1997. Cependant, nous estimons que dans le scénario de référence, *i.e.* en l'absence de crise, une hausse de ces taux aurait accompagné en 1998 et en 1999 le développement de la reprise européenne et le risque de tensions inflationnistes aux Etats-Unis. Aussi, notre variante attribue-t-elle à la crise asiatique une baisse de 0,6 point en 1998 et de 1 point en 1999 des taux courts dans l'OCDE.

Les taux longs ont fortement baissé en 1998. En septembre 1998, ils atteignaient aux Etats-Unis 4,9 % contre 7,0 % avant la crise ; en Allemagne 4,0 contre 5,6 ; au Japon 1,0 contre 2,4. La crise asiatique a en effet provoqué une révision à la baisse des perspectives de croissance et d'inflation de l'économie mondiale ; en même temps, le reflux vers la qualité a fait que des capitaux qui naguère recherchaient la rentabilité par les placements dans des pays émergents ou des placements boursiers se placent aujourd'hui sur les marchés obligataires des pays les plus sûrs. En moyenne pour l'OCDE, la variante inclut des taux longs plus bas de 1,7 point en 1998, de 2 points en 1999 que dans le scénario « hors crise ».

### Taux de change du yen

De mi-1997 à mi-1998 la parité du yen est passée de 121 yen par dollar à 136, soit une dépréciation de 11 %. Là aussi, il est difficile d'isoler la part de cette évolution due à la crise des économies émergentes d'Asie, à travers son impact sur les perspectives commerciales et financières nipponnes, de celle due aux évolutions proprement internes au Japon. Nous incorporons ici une baisse de 5 % du yen à partir de 1998.

## La contagion aux autres économies émergentes

L'été 1998 a vu s'accentuer la contagion de la crise à d'autres zones émergentes ou en transition. Après un ralentissement marqué en 1998,

3. Selon le champ traditionnel, soit hors Corée du Sud, Mexique, Hongrie, Pologne et République Tchèque.

l'Amérique latine devrait entrer en récession l'année prochaine. Nous retenons un scénario indicatif d'un recul des importations de 5 % puis de 15 % relativement au compte central. Enfin, la crise financière a frappé la Russie, en partie en raison de la chute du prix des matières premières, principales sources de devises de ce pays. Elle devrait se traduire par un recul du PIB (chiffré ici à 3 % en 1998, 6 % en 1999) et des importations de la CEI (évalué à 5 % en 1998 et 20 % en 1999).

## Quels impacts ?

Selon notre évaluation (tableau A.2), la crise réduit le taux de croissance mondial de 1,7 % en 1998 et de 1,5 % en 1999. Le ralentissement dans les pays de l'OCDE [3], certes moins marqué, est notable : de 0,6 % et 0,9 %. Cet impact important tient à l'ampleur du choc initial (le volume des importations des pays émergents est réduit d'environ 1,2 % du PIB mondial en deux ans) et aux effets de bouclage que l'utilisation du modèle permet de prendre en compte. Un effet multiplicateur (la réduction des exportations conduit dans chaque pays à une baisse des revenus et de la demande interne) et une propagation par les liens commerciaux (des pays peu exposés directement au choc sont affectés car les pays les plus touchés réduisent leurs propres importations) sont en effet à l'œuvre.

En raison de ses liens commerciaux avec les pays en crise, le Japon est le pays de l'OCDE le plus touché par la crise. Elle contribue pour 1,4 point au recul de la croissance japonaise en 1998. Cependant cette évaluation n'est que peu augmentée par rapport à celle d'avril. En effet la dépréciation du yen permet de limiter la dégradation du commerce extérieur. Ainsi en 1999, le rythme de croissance des exportations japonaises est réduit de 2 points contre plus de 3 pour celui des Etats-Unis. En 1999 les Etats-Unis subissent particulièrement l'effet de la contraction en Amérique latine qui représente 15 % de leurs exportations. Leur croissance est réduite de 1 %, recul qui vient aggraver le retournement cyclique autonome en cours. Moins exposée commercialement, l'Europe est la zone la plus épargnée par les chocs. Certes elle subit l'effondrement russe en 1999, mais cette zone (moins de 2 % des exportations de l'UE) représente une destination commerciale d'importance plus faible. Ainsi, à l'horizon 1999, la crise fait perdre 4 points d'exportations à l'Europe contre plus de 8 points aux Etats-Unis et au Japon. Au total, la croissance de l'Union européenne est amputée de 0,6 point en 1998 et de 0,8 point en 1999 : en l'absence de crise des pays émergents, la croissance en Europe aurait ainsi avoisiné, voire dépassé, 3,5 % en 1998 et 1999.

La dynamique mondiale de désinflation est alimentée par le cumul de plusieurs facteurs : la baisse du prix du pétrole et des matières pre-

mières, la baisse du prix des importations de biens due aux dépréciations et, enfin, la pression à la baisse sur les salaires du fait de la hausse du chômage résultant de la moindre croissance. En 1998 et en 1999, le rythme d'inflation est abaissé de 0,6 % aux Etats-Unis et de 0,4 % en Europe. Cette désinflation réduit l'impact de la crise, notamment en stimulant la consommation. Dans le cas du Japon, et des NPI d'Asie, les dévaluations induisent un surcroît d'inflation importée, mais l'ampleur de la récession interne fait que le taux d'inflation n'est guère modifié par rapport à une situation sans crise.

Dans les pays de l'OCDE, la baisse des taux d'intérêt (ou la hausse évitée, dans le cas des taux courts) accompagne ce repli de l'inflation, et permet de tempérer la réduction de la croissance. Elle n'y parvient que partiellement ; le chômage augmente et les soldes publics connaissent une dégradation mécanique.

La crise opère une redistribution des soldes commerciaux à l'échelle mondiale ; celle-ci est déjà partiellement observable dans les statistiques. Selon nos évaluations, la crise dégraderait à l'horizon 1999 le solde courant américain de 12 milliards de dollars, le solde japonais de 28 milliards, le solde de l'Union européenne de 73 milliards. Au total le solde courant de l'OCDE se dégraderait de 130 milliards environ, retrouvant la situation déficitaire du début des années quatre-vingt-dix. En dépit d'un recul des exportations plus important en volume, les Etats-Unis connaîtraient une dégradation du solde courant moindre que l'Europe. En effet ils bénéficient d'une baisse plus marquée des prix à l'importation ; de plus, selon le modèle MIMOSA, les exportateurs américains ont un comportement de *price maker*, laissant inchangés leurs prix en dollars, tandis que les européens ajustent à la baisse les prix d'exportations ; enfin l'effet de compétitivité, tendant à accroître les volumes d'importations américains, ne joue que lentement. Les Etats-Unis bénéficient en quelque sorte dans cette simulation d'une « courbe en J » inversée. La contrepartie du creusement des balances courantes des pays les plus avancés est le rétablissement des soldes du reste du monde. L'Asie (hors Japon) améliorerait ainsi en 1999 sa balance courante de près de 150 milliards par rapport au scénario sans crise. L'Amérique latine connaîtrait une amélioration plus modérée de son solde courant, tandis que la zone Moyen-Orient Maghreb, particulièrement affectée par la chute des importations en provenance d'Asie et par la forte chute des prix du pétrole, connaîtrait à la fois un recul marqué de la croissance et un creusement de sa balance courante.

## A1. Résumé des hypothèses

| | Scénario sans crise en % sauf [1] et [2] | | | Effets de la crise écart en % sauf [3] | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1997 | 1998 | 1999 | 1997 | 1998 | 1999 |
| **NPI d'Asie** | | | | | | |
| PIB | | 6,0 [1] | | – 0,7 | – 7,0 | – 13,4 |
| Importations | | 8,5 [1] | | – 3,9 | – 21,7 | – 26,8 |
| Prix d'exportation, en dollar | | 1,0 [1] | | – 0,6 | – 9,6 | – 9,1 |
| Exportations | | 15,0 [1] | | – 2,6 | – 12,0 | – 14,2 |
| **Autres pays d'Asie** | | | | | | |
| PIB | | 8,5 [1] | | – 2,3 | – 8,6 | – 12,5 |
| Importations | | 10,0 [1] | | – 4,4 | – 17,2 | – 21,6 |
| Prix d'exportation, en dollar | | 1,0 [1] | | – 1,9 | – 9,8 | – 9,5 |
| Exportations | | 15,0 [1] | | – 1,2 | – 10,3 | – 14,5 |
| **Amérique latine** | | | | | | |
| PIB | | 4,5 [1] | | 0 | – 2,5 | – 4,5 |
| Importations | | 10,0 [1] | | 0 | – 5,0 | – 15,0 |
| **Russie** | | | | | | |
| PIB | | 2,0 [1] | | 0 | – 3,0 | – 6,0 |
| Importations | | 7,0 [1] | | 0 | – 5,0 | – 20,0 |
| **Prix du pétrole [1]** | | 19,1 [1] | | 0 | – 30,0 | – 30,0 |
| **Prix des matières premières** | | 3,0 [1] | | 0 | – 10,0 | – 10,0 |
| **Taux de change** | | | | | | |
| Yen [2] | 121 | 128 | 128 | 0 | – 5,0 | – 5,0 |
| **Taux d'intérêt courts [3]** | | | | | | |
| Etats-Unis | 5,3 | 5,8 | 5,7 | – 0,25 | – 0,8 | – 1,0 |
| Japon | 1,0 | 1,1 | 1,7 | – 0,25 | – 0,6 | – 0,9 |
| UE | 3,5 | 4,2 | 4,9 | – 0,25 | – 0,7 | – 1,0 |
| **Taux d'intérêt longs [3]** | | | | | | |
| Etats-Unis | 6,7 | 7,0 | 7,2 | – 0,25 | – 1,6 | – 1,7 |
| Japon | 2,4 | 3,0 | 3,7 | – 0,25 | – 1,8 | – 2,0 |
| UE | 5,9 | 6,5 | 6,5 | – 0,25 | – 1,9 | – 2,0 |

*Notes* : Hypothèses *ex ante* pour taux de change, taux d'intérêt, prix des matières premières. Pour les autres variables, les évolutions sont le résultat des hypothèses ex ante et de la simulation du modèle.

1. Moyenne 1997-99.
2. Le scénario de référence est exprimé en dollars par baril.
3. Le scénario de référence est exprimé en yen par dollar.
4. L'écart au compte central est exprimé en points.

*Source* : modèle MIMOSA, OFCE.

## *A2. Impact de la crise asiatique*

Ecart au compte central

| | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|
| **PIB** (en %) | | | |
| Etats-Unis | – 0,2 | – 1,3 | – 2,3 |
| Japon | – 0,4 | – 1,8 | – 2,8 |
| Union européenne | – 0,3 | – 0,9 | – 1,7 |
| NPI d'Asie | – 0,7 | – 7,0 | – 13,4 |
| Autres pays d'Asie | – 2,3 | – 8,6 | – 12,5 |
| Amérique latine | 0,0 | – 2,2 | – 4,5 |
| Moyen-Orient Maghreb | – 1,0 | – 4,5 | – 7,9 |
| CEI | 0,0 | – 3,0 | – 6,4 |
| Monde | – 0,5 | – 2,2 | – 3,7 |
| **Prix de la consommation** (en %) | | | |
| Etats-Unis | 0,0 | – 0,6 | – 1,3 |
| Japon | 0,1 | 0,1 | – 0,2 |
| Union européenne | 0,0 | – 0,4 | – 0,8 |
| **Balance courante** (en milliards de $) | | | |
| Etats-Unis | 0 | 8 | – 12 |
| Japon | – 4 | – 19 | – 28 |
| Union européenne | – 8 | – 34 | – 73 |
| OCDE | – 13 | – 58 | – 133 |
| NPI d'Asie | 8 | 56 | 99 |
| Autres pays d'Asie | 11 | 39 | 49 |
| Amérique latine | – 2 | 1 | 37 |
| Moyen-Orient Maghreb | – 4 | – 34 | – 44 |
| CEI | 0 | 4 | 17 |
| **Chômage** (en points) | | | |
| Etats-Unis | 0,1 | 0,5 | 1,1 |
| Japon | 0,1 | 0,5 | 0,9 |
| Union européenne | 0,1 | 0,3 | 0,7 |
| **Solde public** (en points de PIB) | | | |
| Etats-Unis | – 0,1 | – 0,3 | – 0,6 |
| Japon | – 0,1 | – 0,2 | – 0,4 |
| Union européenne | – 0,1 | – 0,3 | – 0,6 |
| **Taux d'intérêt à court terme** (en points) | | | |
| Etats-Unis | – 0,3 | – 0,8 | – 1,0 |
| Japon | – 0,3 | – 0,6 | – 0,9 |
| Union européenne | – 0,3 | – 0,7 | – 1,0 |
| **Taux de change** (en %) | | | |
| Japon | 0,0 | – 5,0 | – 5,0 |
| Union européenne | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

*Source* : modèle MIMOSA, OFCE.