HAL
open science

Un certain décalage

Henri Sterdyniak, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Thierry Latreille, Catherine Mathieu, Olivier Passet, Christine Rifflart

To cite this version:

Henri Sterdyniak, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Thierry Latreille, Catherine Mathieu, et al.. Un certain décalage. Revue de l'OFCE, 1999, 69, pp.7 - 106. 10.3406/ofce.1999.1541 . hal-03458399

HAL Id: hal-03458399

https://sciencespo.hal.science/hal-03458399v1

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.

Un certain décalage

Perspectives 1999-2000 pour l'économie mondiale *

L'année 1998 aura été marquée par une nette bascule entre les pays industriels qui ont bénéficié de gains de termes de l'échange et les pays en développement dont la croissance s'est effondrée. Fin 1998, les marchés financiers internationaux se sont ressaisis. Le risque principal réside maintenant dans le niveau élevé des Bourses des pays développés et surtout de la Bourse américaine. L'hypothèse retenue ici est que la Fed évitera de resserrer sa politique monétaire et que le krach sera évité. Les taux d'intérêt en Europe devraient baisser au deuxième trimestre 1999, avant de remonter légèrement entre la fin 1999 et la mi-2000. Le mouvement récent d'appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro devrait s'inverser à partir du troisième trimestre 1999 et l'euro remonterait jusqu'à 1,2 dollar fin 2000. Le yen se déprécierait modérément. Le commerce mondial progresserait de près de 4,5 % en 1999 et de 7 % en 2000.

L'Asie hors Japon entre en convalescence. Elle connaîtrait une croissance de 3,3 % en 1999 et de 4,9 % en 2000. La dévaluation du yuan pourrait être utilisée pour soulager l'économie chinoise. Les pays d'Amérique latine font l'objet d'une nouvelle crise de défiance des investisseurs étrangers. La situation n'est pas encore stabilisée au Brésil, l'Argentine devrait souffrir de la contagion commerciale. La zone devrait voir chuter de 3% son PIB en 1999. En 2000, les conditions de la reprise permettraient une croissance de 2,5 %. La situation reste inextricable en Russie, qui collectionne les déséquilibres. Les pays d'Europe centrale et orientale devraient connaître en 1999-2000 un net ralentissement dû à des politiques budgétaires et monétaires restrictives et à la répercussion de la crise russe.

Aux États-Unis, les effets richesse, le dynamisme de l'emploi et la faiblesse du coût du capital ont soutenu la demande intérieure. L'économie américaine bénéficie de la qualité de son policy mix. *La croissance du PIB atteindrait 3,5 % en 1999 et 2,6 % en 2000. D'après une variante réalisée avec le modèle MIMOSA, une chute brutale de la Bourse amputerait le PIB de 0,8 point la première année, puis de 0,3 point l'année suivante. Le Japon s'est enfoncé dans la récession tout au long de 1998.*

---

* 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, Thierry Latreille, Catherine Mathieu, Olivier Passet et Christine Rifflart.

La politique budgétaire devrait fournir en 1999 une impulsion de l'ordre de 3 points de PIB. Pratiquement nulle en 1999, la croissance japonaise pourrait atteindre 2,5% en 2000.

Le ralentissement économique est à l'œuvre au Royaume-Uni, pénalisé par le haut niveau de la livre. Des politiques budgétaire et monétaire plus expansionnistes autoriseraient une croissance proche de 1 % en 1999 et de 2,2 % en 2000. La croissance de la zone euro a été proche de 3 % en moyenne en 1998. Quelques pays ont fait nettement mieux (Espagne, Pays-Bas,...), tandis que l'Italie et l'Allemagne pâtissaient du poids de leur industrie et souffraient particulièrement des crises asiatique et russe. Malgré le net ralentissement industriel du second semestre 1998 et du premier trimestre 1999, la zone devrait échapper à une récession généralisée, en raison de la dynamique autonome du secteur des services et du maintien de la confiance des consommateurs.

Sommaire

Présentation générale	9
En attendant la remontée de l'euro	17
Commerce mondial : passage à vide	27
Reprise des cours du pétrole en 2000	31
L'Asie en convalescence	34
Ajustement violent en Amérique latine	38
PECO : des croissances fragiles	42
Russie : dans l'abîme	46
États-Unis : record(s) battu(s)	49
L'impact d'une chute de la Bourse américaine	56
Japon : reprise en main publique	64
L'union européenne flirte avec la récession, sans succomber	74
Allemagne : une économie industrielle en quête de croissance	83
L'Italie sans dynamisme	93
Royaume-Uni : l'étau se desserre	98

Nos prévisions d'octobre 1998 comportaient une bascule de croissance entre la zone euro qui devait s'engager dans une période de forte croissance et les autres pays industrialisés (États-Unis, Royaume-Uni, Japon) qui devaient s'enfoncer dans la récession. Au début de l'année 1999, les évolutions apparaissent plus modérées. La croissance s'est maintenue à un fort niveau aux États-Unis, où la chute anticipée de la Bourse n'a pas eu lieu, tandis qu'elle connaît un passage à vide en Europe. L'envolée de l'euro n'a pas eu lieu tant sur les marchés, où au contraire l'euro s'effrite par rapport au dollar, que politiquement, où aucune impulsion importante n'a été donnée à la coordination des politiques économiques. Le ralentissement est avéré au Royaume-Uni ; le Japon reste dans l'abîme, mais l'importance de l'impulsion budgétaire annoncée et la prise en main des problèmes du secteur bancaire laissent augurer d'une reprise prochaine. En mars 1999, deux interrogations pèsent sur l'évolution économique mondiale : les États-Unis, grâce à un habile pilotage de leur politique économique et à un heureux aveuglement de leurs marchés, réussiront-ils à échapper à la chute attendue ? La zone euro prise globalement sortira-t-elle du passage à vide des quatrième trimestre 1998 et premier trimestre 1999 pour s'engager dans une croissance résolue, ou verra-t-on se creuser les décalages entre les pays qui réussissent contre vents et marées à maintenir une croissance satisfaisante (Espagne, France) et ceux qui restent en panne (Allemagne et surtout Italie) (tableau 1) ?

L'année 1998 a été marquée par une bascule entre les pays industriels (Japon exclu) et les pays en développement (PED). Ces derniers ont souffert de la crise financière ; leurs taux de change se sont effondrés ; leurs taux d'intérêt ont dû être maintenus à des niveaux élevés ; leurs financements extérieurs se sont taris ; le prix des matières premières qu'ils exportent a chuté. Globalement, la croissance des PED est passée de 5 % en 1997 à 1,5 % en 1998. En sens inverse, les pays industrialisés ont bénéficié de gains de termes de l'échange (qui représentent 0,5 point de PIB pour l'UE). Ceux-ci leur ont fait franchir un nouveau palier dans la désinflation et ont apporté du pouvoir d'achat aux ménages. Les pays industrialisés ont aussi bénéficié des hausses de leurs Bourses et de la baisse des taux d'intérêt, particulièrement pour les taux longs (0,9 point de baisse aux États-Unis, en Allemagne et en France, 1,7 point au Royaume-Uni et en Italie entre les quatrièmes trimestres 1997 et 1998). Ils ont souffert par contre du fort ralentissement de la demande mondiale (dont le taux de croissance annuel est passé d'environ 11 % en 1997 à 5 % en 1998).

Dans les pays de l'OCDE, compte tenu de la croissance de la consommation, l'année a généralement été marquée par une meilleure tenue des services que de l'industrie manufacturière, bridée par la faiblesse de la demande mondiale. De même, les prix de production de l'industrie ont souvent diminué en raison des baisses des prix des matières

premières et de l'énergie, des gains de productivité et de l'intensification de la concurrence. Faut-il y voir le point de départ d'une nouvelle période de croissance impulsée par les services au détriment de l'industrie manufacturière ? Nous ne le pensons pas : un pays comme les États-Unis a connu sur moyenne période une réindustrialisation remarquable (la croissance de la production industrielle a été de 3,6 % en moyenne annuelle depuis 1990) ; le rebond de croissance des pays de l'UE s'est fortement appuyé sur l'industrie (dont la production a progressé de 3,7 % en 1997 et 3,5 % en 1998) ; la croissance des nouveaux services repose sur un fort soubassement industriel (téléphones mobiles, bureautique). Enfin, la vision prophétisée d'une désindustrialisation brutale et massive des États-Unis et de l'Europe au profit des pays d'Asie rendus plus performants par leurs dépréciations et plus agressifs par de fortes marges de capacités inemployées oublie que les vieux pays industriels ont su reprendre ces dernières années l'offensive sur le plan de la technologie et de l'innovation.

Un autre point notable en 1998 est le grand décalage entre les évolutions de l'investissement : de + 12 % aux États-Unis à – 10 % au Japon ; 8 % au Royaume-Uni mais des performances médiocres en Europe continentale. En dix ans, l'investissement privé productif aura augmenté de 69 % aux États-Unis et de 43 % au Royaume-Uni, mais de 24 % en Allemagne, de 18 % au Japon, de 15 % en France et de 13 % en Italie. Les États-Unis prennent actuellement une avance importante tandis que l'Europe continentale et le Japon sont distancés.

Comme chaque année, les taux de change entre les grandes monnaies ont passé 1998 à jouer au yo-yo : tout au long de l'année, le dollar a baissé vis-à-vis des monnaies européennes dans l'attente d'une bascule des différentiels de croissance. Depuis début janvier 1999, les marchés ne croient plus à cette bascule et le dollar s'apprécie vis-à-vis de l'euro. Selon notre prévision, ce mouvement s'inverserait à partir du troisième trimestre quand l'Europe repartira et que les États-Unis fléchiront. L'euro remonterait vers 1,2 dollar fin 2000. La crise japonaise avait fait chuter le yen jusqu'à 140 yens pour un dollar à la mi-1998. Le dénouement des positions spéculatives des opérateurs, ainsi que la pression structurelle que constitue l'excédent extérieur japonais, ont fait remonter la devise nippone jusqu'à 117 yens pour un dollar alors que la croissance japonaise n'est toujours pas à l'horizon. La faiblesse de l'économie japonaise devrait peser sur le cours du yen qui, dans notre prévision, redescendrait à 125 yens pour un dollar. Enfin, la livre s'est logiquement dépréciée vis-à-vis des monnaies européennes en 1998, ce qui reflétait l'affaiblissement progressif de la croissance britannique et la dirigeait vers un niveau plus conforme au niveau souhaité pour son entrée dans l'Union monétaire. Hélas, depuis le début de l'année, la livre s'apprécie de nouveau. Selon notre prévision, elle rechutera lorsque la croissance de la zone euro s'affermira.

1. Croissance du PIB et de ses composantes sur un an, à la fin 1998

En %, 1998 T4 / 1997 T4

	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Zone euro
PIB	4,2	– 3,0	1,8	2,7	0,8	1,3	2,4
Production manufacturière	*2,5*	*– 6,7*	*2,3*	*2,6*	*– 1,4*	*– 0,7*	*1,8*
Demande intérieure (hors stocks)	5,7	– 2,9	1,8	3,2	1,8	2,4	3,4
Consommation privée	5,1	0,0	2,5	3,3	1,8	1,6	3,4
FBCF	11,9	– 9,8	0,0	5,0	2,1	5,6	3,5
Variations de stocks *	– 0,1	– 0,3	1,1	0,2	– 0,4	– 0,2	– 0,1
Exportations	1,0	– 6,4	0,0	2,7	– 6,5	– 0,9	1,8
Importations	10,4	– 8,5	3,3	4,7	– 4,8	5,2	3,6

* Contribution à la croissance, en points de PIB.
Source : OCDE.

En 1998, la quasi-totalité des pays de la zone euro connaissent un excédent courant. Seuls font exception le Portugal (dont le déficit représente 1,7 point de PIB) et l'Autriche (2,3 points de PIB), l'Allemagne étant à la limite avec un déficit de 0,5 point de PIB. Au total, l'UE a un excédent de 1,4 point de PIB. A l'échelle mondiale, 1998 a vu un fort gonflement du déficit des États-Unis, du Moyen-Orient et à un moindre degré de l'Amérique latine, compensé par une hausse des excédents du Japon et de la zone Asie (tableau 2). Le déficit américain représente 2,7 points de PIB ; pour le reste, les zones développées sont excédentaires et les PED déficitaires. L'Asie renoue avec les excédents. Une nouvelle fois, la croissance mondiale repose sur l'impulsion donnée par l'économie américaine. Ce déficit n'est pas soutenable. Il serait nuisible pour la croissance mondiale d'essayer de le résorber par une baisse de la demande intérieure aux États-Unis, qui ne pourrait venir que d'une chute de la consommation induite par un krach boursier. Il serait aussi nuisible pour les croissances européenne et japonaise de compter sur une hausse de l'euro et du yen. Seule une forte hausse des demandes internes au Japon et en Europe irait dans le bon sens.

La crise financière mondiale semble être arrivée à son terme. Après la tourmente, les économies des pays en développement redressent la tête. En **Asie**, Indonésie mise à part, les taux d'intérêt sont revenus à la normale ; la hausse des prix est restée limitée. La Corée a vu son taux de change remonter fortement. Sa production industrielle a repris. Après une chute de 7 % en 1998, son PIB pourrait recommencer à croître en 1999. La Chine aurait continué de croître à un rythme important (8 %), malgré la surévaluation de son taux de change et la dépression régionale. L'incertitude demeure sur une dévaluation du yuan, qui pourrait donner un coup de fouet à l'économie chinoise dans une situation délicate. L'**Amérique latine**, victime de la baisse du prix des matières premières, de taux d'intérêt élevés et de la méfiance des marchés financiers,

2. Balances courantes

En milliards de dollars

	1998	Variations 1997-1998
Union européenne	115	– 2
Autres pays européens	24	– 5
États-Unis	– 229	– 73
Japon	121	26
Autres pays industrialisés	– 35	– 5
Asie	100	93
Amérique latine	– 74	– 15
Moyen-Orient / Afrique	– 38	– 29
CEI-PECO	– 28	– 7
Total	– 44	– 17

Source : OCDE.

n'a connu en 1998 qu'une croissance de 2,6 %. La situation n'est pas encore stabilisée au Brésil où, malgré une dépréciation du réal de 35 % à la mi-janvier, le taux d'intérêt était encore de 45 % à la mi-mars. S'y ajoutent une politique budgétaire fortement restrictive et la chute de la Bourse. L'Argentine a protégé son change fixe mais devrait souffrir de la contagion commerciale. Au total, la zone devrait connaître une chute de son PIB de 3,2 % en 1999 (tableau 3).

La situation reste inextricable en **Russie** qui connaît une crise financière ouverte. Le rouble a perdu les trois quarts de sa valeur. Les importations ont chuté de plus de 50 % durant le troisième trimestre 1998 tandis que le PIB se contractait de 12 %. Si aucune stratégie de sortie de crise n'apparaît, il semble du moins que la situation ne dégénère pas : le déficit budgétaire est contrôlé, l'hyperinflation évitée. Les pays d'Europe centrale et orientale (**PECO**) connaissaient jusqu'à présent une croissance forte, inflationniste, en change glissant géré, accompagnée par un déficit extérieur important. S'ils ont échappé aux conséquences directes de la crise, ils devraient connaître en 1999-2000 un net ralentissement dû aux politiques restrictives mises en place pour limiter le déficit extérieur ou la répercussion de la crise russe.

Aux **États-Unis**, le taux de croissance a été de 3,9 % en 1998. La bonne tenue de la consommation, et surtout de l'investissement, ont plus que compensé la dégradation du solde extérieur. Cette insolente bonne santé repose sur deux déséquilibres. Malgré les craintes de krach, la hausse de la Bourse s'est poursuivie en 1998. Ceci conforte la consommation puisque les ménages n'ont plus besoin d'épargner pour voir la valeur de leur patrimoine augmenter, mais repose sur une bulle financière : la rentabilité des placements boursiers provient de plus-values non renouvelables. Lorsque le marché prendra conscience que la rentabilité future des placements boursiers est beaucoup plus basse qu'anticipé, la Bourse devrait baisser. La plupart des analystes s'entendent sur une surévaluation de l'ordre de 25 %, mais quand la chute aura-t-elle lieu ? La Bourse reste portée par l'optimisme des marchés qui n'a guère de raison de se retourner. Parallèlement, le déficit courant s'est encore creusé. Il est financé sans problème par des entrées nettes de capitaux trouvant sécurité et rentabilité aux États-Unis. L'euro n'a pas jusqu'à présent menacé cette suprématie mais elle aussi est fragile et une baisse du dollar est logiquement nécessaire. En sens inverse, l'économie américaine bénéficie de la qualité de sa politique économique : la vigueur de la croissance a permis de résorber le déficit public, la Fed arbitre en permanence entre le souci d'éviter de faire naître des tensions inflationnistes et celui d'éviter une chute de la Bourse. L'investissement des entreprises est impulsé par les achats de matériels informatiques, bureautiques et télématiques nécessaires pour intégrer les nouvelles technologies. Malgré un très bas taux de chômage, les États-Unis ne connaissent pas de tensions inflationnistes : le taux de croissance potentielle est sans

doute plus élevé que naguère. Notre scénario retient l'hypothèse d'un atterrissage en douceur où la baisse du dynamisme de la demande intérieure induirait une croissance plus modérée. En glissement, la croissance américaine passerait alors de 4,2 % en 1998, à 2,8 % en 1999, puis 2,6 % en 2000. L'hypothèse d'une chute brutale de la Bourse ne peut toutefois être écartée. D'après une variante réalisée avec le modèle MIMOSA, ceci induirait une baisse du PIB américain de 0,8 % la première année et encore de 0,3 % l'année suivante.

Durant les quatre derniers trimestres, le **Japon** a encore connu une chute de son activité de 3 %, induite par un effondrement de l'investissement et une baisse des exportations. La production industrielle a chuté (– 7 % en un an). Les enquêtes de conjoncture montrent toujours des opinions très dégradées. Le taux de chômage atteint 4,6 %. Le taux d'intérêt de court terme a été ramené à pratiquement zéro. La politique monétaire ne peut donc pas être plus expansionniste. Par contre, les taux longs ont monté de 1 à 2 % comme si les marchés anticipaient une sortie à moyen terme de la crise. La remontée du yen va peser sur les perspectives de reprise du Japon. Le Japon a déjà un excédent courant de l'ordre de 3,2 % de son PIB. Il ne peut guère espérer une reprise par une rechute de sa monnaie. Par contre, la politique budgétaire, redevenue extrêmement volontariste, devrait fournir en 1999 une impulsion de l'ordre de 3,2 point de PIB après 1 point en 1998. Aussi, la croissance japonaise pourrait-elle redevenir positive en 1999 et atteindre 2,5 % en 2000.

Le ralentissement économique est à l'œuvre au **Royaume-Uni**, où la croissance est passée d'un rythme de 4 % en glissement fin 1997 à 1,3 % fin 1998, bien que l'investissement soit resté vigoureux. La Banque d'Angleterre a maintenu un taux d'intérêt relativement élevé jusqu'à l'automne dernier pour freiner l'activité et contenir l'inflation. La livre a recommencé à augmenter vis-à-vis de l'euro en février, pour se situer à 1,47 euro. Selon tous les observateurs, l'entrée dans l'Union monétaire ne pourrait se faire qu'à un taux beaucoup plus bas, de l'ordre de 1,3 euro. La livre devrait baisser en 1999, ce qui accentuerait les pressions inflationnistes. La politique monétaire doit donc effectuer un pilotage délicat. La politique budgétaire serait plutôt expansionniste en 1999, ce qui ne favoriserait guère un *policy mix* satisfaisant. Le taux de chômage s'est stabilisé à un bas niveau. L'inflation est stable, bien qu'un peu au-dessus de celle des pays de la zone euro (1,6 % en glissement à la fin 1998 contre 0,8 % pour l'indice harmonisé des prix à la consommation (IPCH)). La croissance, quasi nulle au premier semestre 1999, reprendrait ensuite nettement grâce à la baisse passée des taux d'intérêt et à celle de la livre.

En 1998, la croissance moyenne de la **zone euro** a été proche de 3 % en moyenne et de 2,4 % en glissement. Quelques pays ont fait nettement mieux : l'Irlande (9,1 %), la Finlande (5 %), le Portugal (4 %), l'Espagne

et les Pays-Bas (3,8 %). Par contre, l'Italie (1,4 %) et, à un moindre degré, l'Allemagne (2,5 %) restent à la traîne. Aucun pays, sauf le Portugal, ne connaît une inflation supérieure à l'objectif de 2 % de la Banque centrale européenne (BCE). Les enquêtes de conjoncture montrent un contraste persistant entre l'opinion des consommateurs, qui est à un niveau élevé et reste orientée à la hausse, et l'opinion des industriels qui est nettement orientée à la baisse. La fin de l'année 1998 et le début de l'année 1999 ont vu un net ralentissement industriel induit par la baisse des débouchés extérieurs, l'attentisme face à la crise financière mondiale et la fin d'une période de boom d'achats de biens durables. Aussi, la croissance de la zone euro devrait-elle connaître un net ralentissement en 1999 avant de rebondir en 2000 en raison de la reprise de la demande mondiale, de la reconstitution des stocks et surtout de la bonne tenue persistante de l'emploi, des revenus et de la consommation des ménages. Ce ralentissement étant général, les problèmes de disparité des situations économiques en Europe ne se poseraient pas en 1999-2000 avec plus d'acuité qu'en 1998. La politique économique serait relativement neutre tant sur le plan de la politique budgétaire (où le souci de ne pas trop dégrader les finances publiques empêchera toute politique active de soutien) que monétaire (où la BCE sera sans doute moins réactive que nécessaire).

En **Allemagne**, l'évolution économique récente s'est caractérisée par une nette amélioration de la profitabilité des entreprises au détriment des salariés. Un certain retour de balancier pourrait survenir en 1999, les salaires pourraient augmenter nettement et la réforme fiscale favoriser très légèrement les ménages au détriment des entreprises. L'Allemagne souffre particulièrement de la réduction de la croissance industrielle et de la chute de la demande des PECO et de la Russie. La réforme fiscale semble avoir entraîné un certain attentisme des industriels. En sens inverse, le chômage a commencé à diminuer, les ménages bénéficient de la désinflation et leur confiance est au plus haut. Aussi après un quatrième trimestre 1998 et un premier trimestre 1999 médiocres, la croissance devrait repartir.

L'**Italie** connaît une nouvelle fois une croissance nettement plus basse que celle de la moyenne de l'UE. Elle est devenue un pays structurellement excédentaire et peu inflationniste. Elle a bénéficié en 1998 d'une forte baisse de ses taux d'intérêt. La politique budgétaire est redevenue légèrement expansionniste, mais l'Italie ne se remet pas de sa cure passée d'austérité budgétaire ; elle est particulièrement frappée par la crise asiatique et la crise russe ; elle est sans doute rentrée dans l'euro à un niveau trop élevé. Après 1,4 % en 1998, sa croissance devrait être de 1,6 % en 1999, ce qui marquerait déjà une reprise importante, en particulier grâce à l'investissement des entreprises, qui sont en bonne santé financière.

3. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids (1) dans le total	PIB en volume 1998	1999	2000
Allemagne (2)	5,2	2,5	1,4	2,6
France	4,0	3,1	2,6	3,2
Italie	3,7	1,4	1,6	2,4
Espagne	1,9	3,8	3,4	3,0
Pays-Bas	1,0	3,7	2,4	2,2
Belgique	0,7	2,9	2,0	2,2
Autriche	0,5	3,0	2,1	2,2
Finlande	0,3	4,9	2,7	2,8
Portugal	0,4	3,9	3,0	2,6
Irlande	0,2	8,9	6,8	5,6
Luxembourg	0,0	4,7	3,4	3,5
Zone euro	**17,9**	**2,8**	**2,1**	**2,7**
Royaume-Uni	3,5	2,3	0,9	2,2
Suède	0,6	2,8	2,0	2,6
Danemark	0,4	2,6	1,7	2,1
Grèce	0,4	3,2	3,1	3,1
Union européenne	**22,7**	**2,7**	**1,9**	**2,6**
Suisse	0,6	2,1	1,4	1,8
Norvège	0,3	2,9	0,3	1,3
Europe	**23,6**	**2,7**	**1,9**	**2,6**
États-Unis	22,7	3,9	3,5	2,6
Japon	9,1	– 2,9	0,5	2,5
Canada	2,0	2,9	2,5	2,2
Pays industriels (3)	**57,4**	**2,3**	**2,3**	**2,6**
NPI d'Asie	2,9	– 2,3	2,2	4,1
Autres pays d'Asie	20,2	3,1	3,7	5,2
Amérique latine	6,2	2,6	– 3,2	2,5
Russie	2,2	– 6,0	– 5,0	1,0
PECO	2,5	3,0	2,3	1,7
Afrique	4,1	3,7	4,7	4,5
Moyen-Orient (4)	4,5	2,3	2,7	3,1
Monde	**100,0**	**2,2**	**2,2**	**3,2**

(1) Pondération selon le PIB et les PPA de 1991 pour les pays de l'OCDE et de 1995 pour les autres zones.
(2) Données selon le concept Bundesbank — CVS-CJO.
(3) Moyenne pondérée des pays mentionnés.
(4) Y compris Turquie.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE.

En attendant la remontée de l'euro

Le risque est maintenant dans les pays développés

Les marchés financiers internationaux ont connu une période d'accalmie après les crises qui ont émaillé l'été 1998 et déstabilisé les pays d'Amérique latine jusqu'au début de 1999. Notre précédente prévision avait mis l'accent sur les risques de propagation systémique qui pouvaient ébranler les marchés financiers des pays développés. Les mois qui ont suivi ont montré une vulnérabilité moindre que prévue de ces marchés, notamment aux États-Unis. Les risques n'ont pas disparu, mais la prise de conscience de la menace a joué de façon préventive. La promptitude de la Fed à détendre sa politique monétaire a clairement montré la volonté des autorités américaines de jouer leur rôle de prêteur en dernier ressort pour éviter les risques de contagion. La baisse concertée des taux courts européens en décembre a témoigné aussi d'un certain pragmatisme, plus inattendu. La forte baisse des prix des biens intermédiaires et du pétrole a évité une baisse marquée des profits industriels dans les pays développés. La décrue de près d'un point des taux longs amorcée au moment de la crise russe aussi bien en Europe qu'aux États-Unis a largement contribué à consolider les Bourses. Dès le mois de novembre la Bourse américaine renouait avec ses niveaux d'avant crise, puis battait ses niveaux historiques courant mars. La récupération, plus lente en Europe, s'est étirée jusqu'au mois de janvier. Ce décalage provient sans doute de la moins grande promptitude de la réaction des autorités monétaires. Au total, 1998 aura vu une forte progression des Bourses d'Europe continentale, des États-Unis, et à un moindre degré du Royaume-Uni (tableau 4). Celle-ci a fortement soutenu l'optimisme des ménages et leur consommation ; elle constitue cependant un point de fragilité en cas de retournement de la conjoncture.

4. Evolution des Bourses

En %, en glissement

	1998 Fin décembre à fin décembre	1er trimestre 1999 Fin décembre à fin mars
États-Unis	28,1	3,0
Japon	– 5,3	12,1
Royaume-Uni	14,4	2,3
Allemagne	19,1	– 4,4
France	32,8	2,8
Italie	39,4	2,2

Source : *The Economist.*

L'équilibre financier mondial n'est pourtant pas à l'abri de nouvelles secousses. Certaines zones de risque subsistent, notamment en Chine. Mais c'est moins le risque lié à l'exposition sur les zones émergentes qui fragilise les institutions financières que ceux concentrés sur les pays développés eux-mêmes. La résistance des investisseurs à l'écroulement de certains actifs montre que la diversification joue comme amortisseur. Dès lors que les Bourses occidentales ne sont pas emportées, que le retour de capitaux dope les titres obligataires, puis avec un certain décalage, les actions des entreprises privées, les pertes demeurent limitées. Les institutions menacées de faillite ont finalement été très peu nombreuses. Les cas les plus manifestes au Japon (LTCB) et aux États-Unis (LTCM), ont trouvé une solution par l'intervention publique ou par la solidarité de place. Dès que les positions des organismes en péril pouvaient faire craindre un risque de défaillance en chaîne, des initiatives de recapitalisation ont été activées sans atermoiement. Finalement les instances de régulation et de contrôle (Banques centrales et gouvernements, hormis le FMI plus contesté) et l'efficacité des initiatives coordonnées de soutien, *via* notamment le G7, ont gagné en crédibilité.

Cette résistance s'explique aussi par la faiblesse de la part des actifs des investisseurs institutionnels exposés sur les zones émergentes : entre 2 et 4 % de l'actif total selon les pays. La préférence pour les placements locaux fait que seule une contagion de la baisse des actifs émergents aux titres nationaux peut être déstabilisante. La question la plus préoccupante aujourd'hui est donc celle de la surévaluation des actifs des pays occidentaux et plus particulièrement des actifs américains. Paradoxalement les crises récurrentes dans les pays émergents ont différé la correction, aussi bien à travers l'effet mécanique du repli des investisseurs sur les actifs nationaux, que par l'impact de la baisse du prix des matières premières sur la rentabilité des entreprises et la désinflation. Le niveau historiquement élevé des PER nourrit un débat autour des risques d'une bulle sur les actions dont la correction pourrait mettre un terme au dynamisme américain. Les indicateurs traditionnels d'évaluation des prix des actions incitent à penser que la surévaluation serait de 20 à 30 %. Mais selon certaines thèses, le niveau élevé des actions ne fait que refléter une rentabilité future extrêmement élevée, en particulier dans les branches de nouvelles technologies, dont les PER exorbitants constituent un pari sur les profits futurs. Le développement de nouveaux produits et de nouvelles technologies garantirait une croissance autonome et durable aux États-Unis. La quasi disparition de la prime de risque sur les actions relèverait d'éléments structurels. La mutualisation des risques de détention d'actions à travers les organismes de gestion collective rapprocherait les rendements exigés des actions et des obligations. Cette vision optimiste amène à minorer les risques de correction du prix des actifs aux États-Unis.

L'absence de correction adoptée dans notre scénario de référence relève moins de l'adhésion à cette thèse que de la difficulté de dater et de mesurer l'amplitude d'un éventuel ajustement. La précédente prévision avait considéré comme acquise la correction baissière des cours boursiers des pays développés durant l'été, en supposant que la crise des pays émergents en avait été le catalyseur et manifestait un problème global de surcapacités industrielles. Les effets de richesse négatifs qui en résultaient semblaient alors susceptibles de déclencher un retournement sévère de l'activité aux États-Unis. Le redressement boursier, et la résistance du secteur tertiaire aux aléas internationaux incitent aujourd'hui à plus de prudence. Le risque sur les actifs ne doit néanmoins pas être perdu de vue. Plusieurs éléments conduisent à considérer avec une extrême prudence les niveaux actuels des rendements à court et long terme; or c'est de ces niveaux que dépendent essentiellement les cours boursiers. Au niveau où se situent les taux courts, les taux longs apparaissent anormalement bas, et l'écart faible entre les rendements longs et courts correspond à une situation pré-récessive, plutôt qu'à un horizon de deux années supplémentaires de croissance soutenue. Plusieurs facteurs peuvent justifier cette anomalie. Mais leur réversibilité incite à souligner la forte probabilité d'une remontée des rendements à long terme.

La formation des rendements à long terme a bénéficié des excédents d'épargne européens et japonais, facteur maintes fois souligné. La mobilisation de l'épargne japonaise à des fins de relance publique menace néanmoins cet équilibre. Aussi les autorités américaines se sont-elles particulièrement préoccupées des intentions de la Banque du Japon en matière d'achat des titres émis par l'État. Le redressement des balances des paiements des pays émergents a aussi contribué à détendre les rendements américains. On peut cependant penser qu'un raffermissement de la croissance nipponne et une mobilisation des capitaux internationaux vers les pays émergents créeraient des conditions moins favorables. La faiblesse des taux longs témoigne aussi de la confiance en un régime durable de très faible inflation. Actuellement, la platitude de la courbe des taux américains indique que la politique monétaire est plutôt restrictive. Les fonctions de réaction estimées laissent penser que les taux courts fixés par la Fed n'incorporent que partiellement la désinflation qui s'est affirmée dans le courant de 1998. Ceci suggère que les taux d'interventions sont calés sur une inflation sous-jacente plus proche de 2,5 % que des 1,5 % constatés en fin d'année 1998. La Fed ne considérerait la désinflation importée que comme un phénomène transitoire. Ce constat minore les risques d'un resserrement significatif de la politique monétaire américaine dans les mois à venir, compte tenu de son caractère déjà préventif. Les marchés ont-ils adopté la même prudence ? La nature et l'ampleur de la réaction des marchés obligataires, quand l'inflation ne portera plus la marque de la désinflation importée, conditionneront la stabilité du marché des actions. Les hypothèses financières qui servent de trame à cette prévision ont délibérément choisi d'illustrer un

scénario sans crise majeure. Les risques de rupture seront considérés en variante à cette référence.

L'euro réalisé

La mise en place de l'euro s'est réalisée sans problème le 1er janvier 1999. Si les marchés monétaires sont complètement unifiés, il subsiste un léger écart sur les taux à long terme, qui, pour le 10 ans, s'étageaient fin mars entre 3,9 pour l'Allemagne, 4,0 pour la France et 4,2 pour l'Italie. Le poids de la dette publique, ou les risques de défaillance, n'ont donc qu'un impact minime sur le niveau des taux. Il est maintenant illusoire pour un pays isolé de vouloir baisser son taux de long terme en réduisant sa dette publique. Cette convergence aura permis une baisse des taux d'intérêt dans les pays du Sud de l'Europe. Entre octobre 1998 et janvier 1999, la baisse des taux courts a ainsi été de 0,7 point pour l'Irlande, le Portugal et l'Espagne et 1,2 pour l'Italie. En même temps, les différentiels d'inflation ne sont pas nuls dans la zone euro. Pour 1998, autour d'une moyenne de 0,8 point en glissement, ils se sont étagés des 0,3 pour la France et 0,5 pour l'Allemagne à 1,5 pour l'Italie, 1,7 pour les Pays-Bas et l'Irlande, 3,1 pour le Portugal. L'uniformisation des taux d'intérêt nominaux implique donc un écart de plus de 1,5 point des taux d'intérêt réels. Les pays qui ont l'inflation la plus forte bénéficient des taux d'intérêt réels les plus bas. C'est le paradoxe de l'Union monétaire. Comme le montre le calcul du taux d'intérêt qui serait nécessaire dans chaque pays selon la règle de Taylor (modifiée), la politique monétaire ne contribuera pas à résorber les écarts conjoncturels au sein de la zone euro (tableau 5).

*5. Taux d'intérêt selon la règle de Taylor modifiée **

	1998	1999	2000
Allemagne	2,05	0,75	2,95
Autriche	2,90	1,90	2,95
Belgique	2,70	1,95	3,00
Espagne	5,00	4,40	4,50
Finlande	6,40	3,55	4,65
France	2,65	1,75	3,20
Irlande	12,60	9,75	8,60
Italie	1,45	0,60	2,20
Pays-Bas	6,35	4,45	3,90
Portugal	6,95	6,00	5,35
Zone euro	**3,20**	**1,80**	**3,15**

* r = p + y + 0,5 (p-2) + 0,5 *gap*. On suppose que la banque centrale détermine son taux d'intérêt nominal comme la somme du taux d'inflation (p), du taux de croissance (y) auquel elle ajoute la moitié de l'écart entre l'inflation observée et une cible de 2 % et la moitié de l'écart entre la production et la production potentielle (*gap).*

Sources : OCDE, calculs OFCE.

Les premiers textes de la BCE amènent trois remarques. La BCE a choisi avec pertinence de ne raisonner que sur des agrégats à l'échelle de zone euro, donc sans prendre en compte les disparités entre nations. Malheureusement, elle croit bon d'évoquer le suivi d'un agrégat monétaire M3, dont le lien avec la production et l'inflation est loin d'être assuré. Par exemple en 1993, le taux de croissance de M3 (6,8 %) a été fortement supérieur à celui du PIB en valeur (2,6 %). Faut-il en conclure qu'il y a eu excès de création monétaire ? Cet écart s'explique en fait par la chute de la production due en partie à la hausse du taux d'épargne qui a contribué à alimenter M3. Enfin, comme on pouvait le craindre, le *policy mix* mis en place ne se traduit pas par une politique de croissance en Europe : la politique monétaire refuse de baisser fortement le taux d'intérêt en arguant du niveau des déficits publics ; les politiques budgétaires sont paralysées par la menace ; la Commission préconise des réductions unilatérales des déficits publics ; le souci de la croissance et le besoin de combler les 4 points d'écart entre le niveau de production et le niveau potentiel sont perdus de vue ; nul ne veut prendre le risque d'impulser une croissance vigoureuse.

Une meilleure organisation serait que la BCE et le conseil de l'euro11 s'accordent sur le niveau de l'écart de production en Europe, sur le montant global de l'impulsion (positive ou négative) que la politique économique doit fournir, puis sur le partage de cette impulsion entre la politique monétaire et les politiques budgétaires prises globalement. Resterait ensuite au conseil de l'euro11 à discuter la politique budgétaire de chaque pays, compte tenu de sa situation spécifique et de l'orientation globale de la politique budgétaire. La procédure employée (demander à chaque pays de réduire son déficit public indépendamment de la conjoncture et sans garantie de baisse importante des taux d'intérêt de la BCE) ne peut conduire qu'à l'impasse.

Une baisse du dollar

Le taux d'intérêt à court terme américain apparaît relativement haut, compte tenu des performances économiques actuelles (tableau 6). C'est d'ailleurs ce qu'anticipent les marchés puisque le taux long est relativement bas. Ce caractère préventif de la politique monétaire permet d'envisager un *statu quo* sur les taux courts nominaux, aux alentours de 4,5 % pour les bons publics à trois mois et 4,9 % pour les titres bancaires, en dépit d'une accélération de l'ordre d'un point de l'inflation entre la fin de 1998 et la fin de l'an 2000. Le fait que la Fed évite d'émettre un signal de resserrement explicite de sa politique monétaire devrait permettre aux taux longs de s'ajuster en douceur à des conditions internationales de prix et de financement un peu moins favorables. C'est dans ce contexte que la probabilité d'une explosion brutale de la bulle sur les actions apparaît la moindre.

6. Evaluation des taux courts américains selon diverses fonctions de réaction

		T4 1998	T4 1999	T4 2000
A	Croissance potentielle selon l'OCDE	2,8	2,6	2,6
B	Croissance du PIB en glissement	4,3	2,8	2,6
	Inflation en glissement			
C	Prix consommation	1,5	1,9	2,4
D	Déflateur du PIB	0,9	1,2	1,8
E	Tendance des prix sur 5 ans	1,9	1,7	1,5
	Ecart de production américain			
F	*Output gap* de l'OCDE	3,1	3,2	3,2
G	Ecart à une tendance HP	1,5	1,4	1,5
	Ecart de production du reste de l'OCDE			
H	*Output gap* de l'OCDE	– 2,2	– 2,3	– 2,2
I	Ecart à une tendance HP	– 0,3	– 0,2	0,1
	Evaluations des taux courts américains selon :			
	(1) Taylor	3,9	4,1	5,1
	(2) Taylor modifié	7,1	6,3	6,8
	(3) Taylor estimé	3,7	3,9	4,5
	(4) Fonction de réaction estimée	4,4	4,1	4,3

(1) i = A + 1 * D + 0,5 * (D – 2) + 0,5 * G
(2) i = B + 1 * C + 0,5 * (C – 2) + 0,5 * F
(3) i = 2,5 + 1 * D + 0,5 * (E – 2) + 0,3 * G + 0,4 * I
(4) i = 0,50 + 0,55 * it-1 + 0,62 * D + 0,16 * B
Pour les équations (3) et (4), se référer à la *Revue de l'OFCE*, n°62, juillet 1997, « Le rôle des déficits publics dans la formation des taux d'intérêt ».

Sources : OCDE, calculs OFCE.

Le taux d'intérêt actuel de la zone euro apparaît relativement élevé par rapport à ce que donnerait une règle de Taylor, si on retient les prévisions de croissance du *Consensus Forecast* pour 1999 de 2,2 % pour le PIB et de 1,1 % pour les prix, et la méthode de l'OCDE pour l'évaluation de l'écart de production. Il correspond par exemple à une prévision de 2,6 % de PIB et 1,4 % de prix. Ce taux devrait donc baisser quand les perspectives de croissance se révéleront médiocres. Le passage à vide de l'activité industrielle devrait autoriser une détente supplémentaire des taux courts au milieu du deuxième trimestre 1999. Ces derniers pourraient avoisiner 2,8 %, avant de légèrement remonter entre la fin 1999 et la mi-2000 lorsque la croissance se sera consolidée et que la désinflation importée jouera moins.

La baisse du taux d'intérêt britannique est plus rapide qu'anticipé, mais la dégradation des perspectives de croissance a été également rapide. Pour l'entrée de la livre dans l'euro, une convergence des taux est nécessaire. Elle est nette pour les taux longs. Mais le Royaume-Uni connaît encore un taux d'inflation plus élevé; aussi, la convergence des taux courts serait lente.

Au Japon, le taux d'intérêt reste collé à 0,5 %. Par contre, le taux long est monté de moins de 0,8 % courant octobre 1998 à plus ou moins 2 % au premier trimestre 1999. Il faut y voir à la fois les effets d'anticipation d'une reprise pourtant peu assurée, les craintes devant les perspectives de maintien d'un fort déficit public et une politique temporaire de la Banque du Japon pour retenir les capitaux. Durant la période de prévision, les taux courts devraient se maintenir à leur plancher. Les Bons publics à trois mois, qui nous servent de référence, maintiennent cependant un écart positif assez significatif avec les taux interbancaires, compte tenu de la détérioration du solde public. Sur les échéances longues, les probabilités de tensions sont plus importantes. Pour l'heure elles sont modérées par l'attitude conciliante de la Banque centrale en matière de refinancement de la dette publique. Par contre, les perspectives d'amélioration de l'activité et les risques de dépréciation du yen incitent à prévoir une hausse modérée et progressive des taux longs au cours de 1999.

Le dollar bénéficie toujours d'un écart de taux favorable et de la disparité des conjonctures entre les États-Unis et l'Europe. Le début de l'euro n'a pas vu l'envolée que l'on pouvait craindre en raison de mouvements de portefeuille vers l'euro. En 1998, le dollar avait baissé de 9,5 % par rapport à l'euro ; à la fin de l'année, l'euro valait 1,16 dollars. Depuis, le dollar a remonté de 6,6 %. Les capitaux vont vers la zone où les perspectives de croissance sont le plus assurées. Ils valident un scénario où la croissance serait en 1999 de 2 % dans la zone euro et de 3 % aux États-Unis, donc où l'écart des taux évoluerait en défaveur de l'Europe. L'appréciation du dollar au cours du premier trimestre 1999 est donc le reflet du regain d'optimisme sur la solidité financière américaine et de la révision à la hausse des perspectives de croissance. En même temps que les risques de ralentissement significatif des profits et de baisse des rendements se sont éloignés, le dollar a retrouvé son niveau de l'an dernier (proche de 1 euro pour 1,10 dollar). La dynamique qui s'est enclenchée et la détente monétaire probable en Europe pourraient même le propulser un peu au-delà dans le courant du deuxième trimestre. Néanmoins, les forces de rappel baissières continueront à prévaloir à plus long terme. D'une part, le décalage conjoncturel serait plus favorable à l'Europe à partir du second semestre 1999. D'autre part le potentiel de hausse des actifs américains se révélerait faible. Ces deux éléments devraient inverser les anticipations et consolider l'euro à partir de la mi-1999 (tableau 9).

En 1998, la livre Sterling a baissé par rapport à l'euro, mais un peu moins que prévu. Depuis le début de l'année, elle suit le mouvement d'appréciation du dollar par rapport à l'euro. Cette remontée facilite la politique monétaire britannique en raison de son impact désinflationniste, mais écarte la livre d'un niveau satisfaisant pour l'entrée dans

l'Union monétaire (généralement estimé à 1,36 voire 1,30 euro). La baisse de la livre devrait donc continuer.

Après les embardées de 1998, pour des raisons essentiellement techniques (voir la partie Japon), le mouvement de dépréciation du yen devrait reprendre. Un niveau trop élevé du yen remettrait en cause tout scénario de soutien par la demande extérieure. Cette dépréciation pourrait être modérée dans la mesure où joueront deux influences contradictoires : le maintien de bas taux d'intérêt accompagné du gonflement et de la monétisation du déficit public; un regain de croissance et une meilleure orientation du cours des actions.

Politiques budgétaires

La plupart des pays de l'UE n'ont pas poursuivi en 1998 l'effort de politique budgétaire de 1997 (tableau 7), comptant sur la baisse des taux d'intérêt et sur la reprise économique pour améliorer leur solde public. De fait, la baisse de 0,5 point du déficit public de l'ensemble de la zone provient pour moitié de chacun de ces deux facteurs. En 1999 et en 2000, dans l'état actuel des programmes, la politique budgétaire resterait globalement neutre (tableau 8).

Si les politiques budgétaires se donnaient comme objectif de réduire rapidement le déficit à moins de 1,5 % du PIB, les grands pays auraient encore un effort à faire après 1999. Celui-ci serait de l'ordre de 0,5 point de PIB au Portugal, 0,6 point en Allemagne, 0,7 point en Italie et en Autriche, et 0,9 point en France. La période à venir risque de voir un débat récurrent entre la position de la BCE (et de la Commission) selon laquelle un ralentissement de croissance doit induire une politique budgétaire plus restrictive pour compenser la baisse des rentrées fiscales et la position française selon laquelle il faut laisser jouer les stabilisateurs automatiques (la position de M. Lafontaine, appelant à une politique budgétaire de relance, ayant eu le sort que l'on sait). A moyen terme, la plupart des Programmes de stabilité proposés par les pays pour la

7. Solde public de l'UE

En points de PIB

	1996	1997	1998	1999	2000
Solde public	– 4,3	– 2,4	– 1,9	– 1,7	– 1,4
Charges d'intérêt	4,9	4,5	4,2	4,0	3,8
Solde conjoncturel	– 0,9	– 0,8	– 0,5	– 0,6	– 0,5
Solde structurel primaire *	1,5	2,9	2,8	2,9	2,9

* Solde structurel primaire = solde public + charges d'intérêt – solde conjoncturel.

Source : OCDE.

période 1999-2002 se contentent d'envisager une amélioration du solde public par baisse des charges d'intérêt et amélioration de la conjoncture. Certains, comme le programme français, prévoient un plafonnement du rythme de hausse des dépenses publiques permettant une baisse des impôts.

Le budget américain a bénéficié de rentrées fiscales automatiques liées à la forte croissance économique et de rentrées exceptionnelles en raison des plus-values réalisées en Bourse. En 1998, l'excédent public a été de 1,6 point du PIB, alors qu'un déficit de 1,6 point suffirait pour stabiliser le poids de la dette publique dans le PIB. Les États-Unis disposent donc d'une marge de manœuvre confortable. En 1999-2000, la politique budgétaire devrait être neutre. La politique budgétaire japonaise continuerait à être fortement expansionniste en 1999, et maintiendrait son impulsion en 2000. Le Japon aurait en 1999 un déficit public de 10 points de PIB, qui provoque une hausse de sa dette publique nette des mêmes 10 points de PIB par an (30 points en 1999, 38 points en 1999) puisque la croissance de son PIB nominal est pratiquement nulle. Sa politique budgétaire actuelle est donc à la fois insoutenable et indispensable.

*8. Impulsions budgétaires **

En points de PIB

	1997	1998	1999	2000
Allemagne	– 0,8	– 0,4	– 0,3	– 0,1
Autriche	– 1,5	0,7	– 0,1	0,1
Belgique	– 0,2	0,4	0,2	0,2
Espagne	– 1,1	0,0	0,3	0,0
Finlande	– 0,9	– 0,7	– 1,2	– 0,3
France	– 0,3	– 0,2	0,2	– 0,1
Irlande	– 0,4	– 0,1	– 0,4	0,1
Italie	– 2,7	1,1	0,2	0,3
Pays-Bas	– 0,5	1,0	0,1	– 0,1
Portugal	0,1	0,4	0,4	0,4
Zone euro	**– 1,1**	**0,1**	**0,0**	**0,0**
Danemark	– 0,5	0,0	– 1,5	– 0,5
Grèce	– 0,5	– 1,5	0,9	1,0
Royaume-Uni	– 1,7	– 1,4	0,5	0,1
Suède	– 1,5	– 2,1	0,6	– 0,6
Union européenne	**– 1,2**	**– 0,3**	**0,1**	**0,0**
États-Unis	– 0,6	– 0,7	0,5	0,1
Japon	– 1,3	1,0	3,2	0,0

* Opposé de la variation du solde budgétaire structurel hors charges d'intérêt. Un signe + signifie une politique expansionniste.

Sources : OCDE, sources nationales, calculs OFCE.

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

	Trimestres												Années		
	1998				1999				2000				1998	1999	2000
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change [1]															
1 euro =... $	1,09	1,10	1,12	1,18	1,12	1,09	1,07	1,08	1,10	1,13	1,17	1,20	1,12	1,09	1,15
1 $=...yens	128	136	140	119	117	122	125	125	127	127	127	127	131	122	127
1 £ =…euro	1,51	1,50	1,48	1,42	1,45	1,49	1,50	1,49	1,46	1,42	1,37	1,33	1,48	1,49	1,40
Taux d'intérêt à court terme nominaux, % [1]															
Etats-Unis	5,6	5,6	5,5	5,2	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	5,5	4,9	4,9
Japon	1,0	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6
Zone euro [2]	3,5	3,6	3,5	3,5	3,1	2,8	2,8	3,0	3,0	3,3	3,3	3,3	3,5	2,9	3,2
Royaume-Uni	7,5	7,5	7,6	6,8	5,5	5,1	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	7,3	4,8	4,3
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % [1]															
Etats-Unis	5,6	5,6	5,2	4,7	5,0	5,5	5,7	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	5,3	5,6	6,0
Japon	1,7	1,4	1,3	1,1	2,0	1,8	2,2	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	1,4	2,1	2,5
Zone euro [2]	5,0	4,9	4,4	4,0	3,9	4,1	4,0	4,0	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,0	4,4
Royaume-Uni	6,0	5,8	5,5	4,8	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	5,5	4,5	4,5
Prix du pétrole, Brent, en $ [1]	14,2	13,4	12,4	11,2	10,9	10,0	10,5	10,8	11,5	12,0	12,5	13,0	12,8	10,5	12,3
Cours des matières premières industrielles [3]	– 7,3	– 0,2	– 4,4	– 4,5	0,0	2,0	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	3,0	– 14,1	– 1,2	8,2

1. Moyenne sur la période.
2. Le taux d'intérêt de la zone euro est représenté par le taux d'intérêt allemand avant 1999.
3. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole (brent) : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois : (papier commercial aux Etats-Unis, certificats de dépôt au Japon, Fibor en Allemagne, interbancaire dans la zone euro et le Royaume-Uni). Taux longs : T-Bond à 10 ans aux Etats-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, Bund à 10 ans en Allemagne, obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévisions OFCE.

Commerce mondial : passage à vide

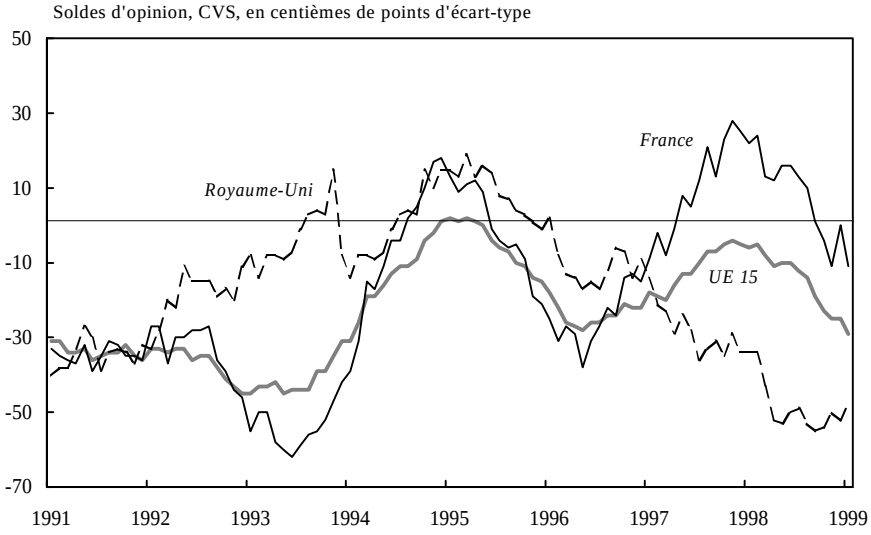
Au cours de l'année 1998, le commerce mondial de produits manufacturés a fortement ralenti. La croissance des échanges en volume est ainsi passée d'un rythme annuel supérieur à 10 % au second semestre 1997 à une quasi-stagnation au second semestre 1998 (tableau 10). Ce mouvement résulte de trois dynamiques contrastées. Les importations américaines sont restées soutenues par la vigueur de la demande interne et ont joué le rôle de locomotive du commerce mondial. Les importations européennes, qui avaient connu une nette accélération en 1997 du fait de la reprise de l'activité, ont ralenti en cours d'année. Elles ont malgré tout contribué au soutien du commerce mondial avec une croissance de l'ordre de 5 % en rythme annuel au second semestre 1998. Hors Amérique du Nord et Europe, la chute des importations a été généralisée, même si l'ampleur et les datations ne sont pas identiques d'une zone à l'autre. Au Japon, les importations ont reculé tout au long de l'année sous l'effet de la poursuite de la récession. Les pays asiatiques frappés par la crise de l'été 1997 ont connu une chute spectaculaire de leurs importations en 1998. L'Amérique latine, sur fond de crise au Brésil, est entrée au second semestre dans une période de baisse de ses importations. Les importations des pays de l'OPEP ont pâti de la persistance de la faiblesse des prix du pétrole. La crise de l'été dernier a provoqué une chute de l'ordre de 50 % des importations russes au second semestre.

Les informations disponibles au moment de notre prévision laissent penser que le commerce mondial a atteint un point bas à la charnière des années 1998-1999. Les importations américaines restent dynamiques. Les importations européennes se seraient stabilisées en début d'année. Les enquêtes de conjoncture européennes sur les carnets de commandes étrangères indiquent l'arrêt de la dégradation des opinions des industriels, sauf toutefois en Allemagne et en Italie, et augurent d'une reprise dans plusieurs pays européens (graphique 1). La situation conjoncturelle au Japon, et plus généralement en Asie, où plusieurs pays semblent être sortis de la crise ou en voie d'en sortir, permet d'envisager une reprise des importations en 1999. Les perspectives sont nettement moins favorables pour l'Amérique latine, et dans une moindre mesure pour les pays de l'Est, où le ralentissement de la croissance dans plusieurs des PECO (Pologne, Slovaquie), qui s'ajoute à la crise russe, conduirait à un repli des importations au premier semestre et à une stabilisation par la suite.

La reprise du commerce mondial à l'horizon 2000 serait permise par le maintien d'une croissance américaine autour de 2,5 % et par une amélioration des perspectives de croissance dans l'ensemble des zones. Le retour de la croissance en Asie permettrait à la zone Asie-Pacifique de renouer avec un volume d'échanges commerciaux plus dynamique. Le Japon bénéficierait d'une demande adressée particulièrement favorable du fait du poids des États-Unis et des autres pays

d'Asie dans ses exportations (tableau 11). Par contre, la spécialisation géographique des échanges européens serait moins porteuse pour l'Europe qu'elle ne l'était depuis la mi-1997, le dynamisme de la demande adressée reposant essentiellement sur la poursuite de la croissance dans les pays européens.

1. Opinions des industriels sur les carnets de commandes étrangères



Source : Commission européenne.

En moyenne annuelle, le commerce mondial de produit manufacturés progresserait en volume de près de 4,5 % en 1999 et de 7 % en 2000 (après 5,3 % en 1998), la croissance des demandes adressées aux pays européens étant un peu plus faible. Les évolutions des prix relatifs conduiraient à l'horizon 2000 à de légères pertes de parts de marché dans la zone euro, du fait du mouvement d'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar et de la livre Sterling.

10. Importations de produits manufacturés (en volume)

	Part dans le commerce en 1997	1997	Variations par rapport à la période précédente, en %								
			1998		1999		2000		1998	1999	2000
		S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2			
Monde	**100,0**	**5,3**	**2,2**	**0,9**	**2,2**	**3,1**	**3,3**	**3,6**	**5,3**	**4,2**	**6,7**
OCDE [1]	**77,2**	**5,8**	**4,1**	**2,7**	**2,6**	**3,3**	**2,0**	**1,8**	**8,5**	**5,7**	**6,5**
Union européenne	42,3	6,7	4,3	2,5	1,6	3,2	3,2	3,4	9,0	4,5	6,6
États-Unis	19,0	7,3	6,1	4,5	4,6	3,8	3,5	3,7	12,3	8,9	7,3
Japon	6,0	– 1,9	– 3,3	– 2,8	2,4	2,4	2,0	1,8	– 5,6	2,1	4,2
Hors OCDE [1]	**22,8**	**3,7**	**– 4,5**	**– 5,9**	**0,6**	**2,0**	**4,1**	**4,8**	**– 5,7**	**– 1,4**	**7,6**
Amérique latine [2]	5,0	8,6	6,2	– 2,8	– 6,4	– 7,0	3,8	9,0	9,1	– 10,9	4,5
Asie [2]	10,1	1,9	– 15,1	– 4,6	7,1	8,1	5,6	4,0	– 16,2	8,9	11,9
OPEP	2,8	– 4,5	0,2	– 19,6	– 4,3	– 1,0	1,5	3,5	– 11,7	– 15,1	2,8
Afrique [2]	1,5	10,2	– 0,1	– 2,5	1,0	3,1	2,8	2,8	3,4	1,3	5,9
Moyen-Orient [2]	0,9	9,9	5,7	– 5,2	5,1	3,0	3,8	4,0	7,9	3,8	7,5
Europe de l'Est	2,5	4,9	3,9	– 4,6	– 3,3	0,0	1,9	2,6	3,9	– 5,6	3,2

1. OCDE hors Corée du Sud, Hongrie, Mexique, Pologne, République tchèque et Turquie. Ces pays sont réintégrés dans les zones « hors OCDE ».
2. Hors OPEP.

Sources : OCDE, sources nationales, estimations et prévisions OFCE.

11. Produits manufacturés : exportations et demandes adressées (en volume)

		Variations par rapport à la période précédente, en %									
		1997 S2	1998 S1	1998 S2	1999 S1	1999 S2	2000 S1	2000 S2	1998	1999	2000
France	Exportations	8,6	2,0	3,3	0,1	2,6	3,7	3,9	7,9	3,1	7,0
	Demande adressée	5,9	3,1	0,3	1,5	2,8	3,1	3,5	6,2	3,1	6,3
Allemagne	Exportations	6,5	3,4	– 0,5	– 0,7	3,0	3,0	3,2	6,3	0,5	6,1
	Demande adressée	6,0	3,1	0,9	1,7	2,8	3,1	3,3	6,5	3,6	6,2
Royaume-Uni	Exportations	3,4	0,4	– 1,6	– 1,6	2,7	3,4	4,5	1,3	– 1,1	7,2
	Demande adressée	5,5	2,4	0,3	2,1	3,2	3,3	3,5	5,3	4,0	6,8
États-Unis	Exportations	5,6	– 1,3	1,5	2,3	2,3	3,9	4,4	2,1	4,3	7,4
	Demande adressée	4,3	0,3	– 0,8	1,5	2,2	3,3	3,8	2,0	2,2	6,4
Japon	Exportations	3,1	– 1,1	– 3,3	1,1	3,7	3,9	3,8	– 5,6	2,1	4,2
	Demande adressée	4,9	– 1,0	– 0,1	3,6	4,2	3,8	3,7	1,3	5,7	7,9
Monde	Importations totales	5,3	2,2	0,9	2,2	3,1	3,3	3,6	5,3	4,2	6,7

Sources : OCDE, sources nationales, prévisions OFCE.

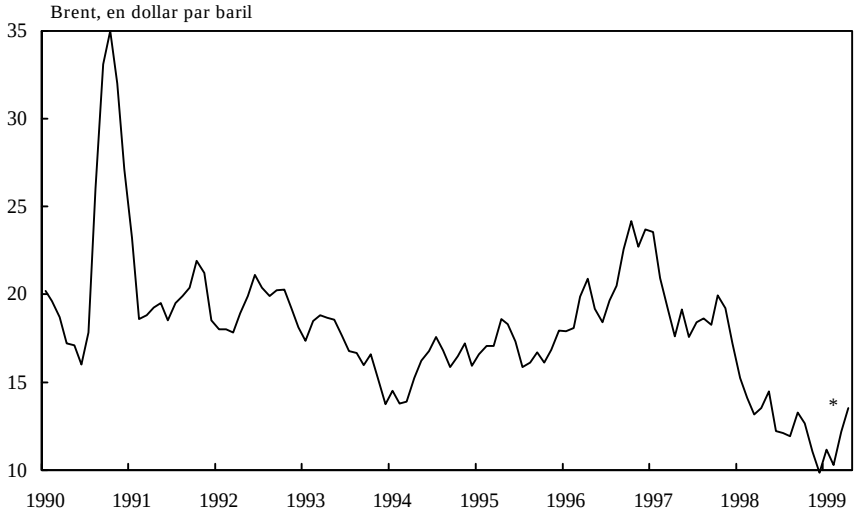
Reprise des cours du pétrole en 2000

Avec un baril à 10,25 dollars en février 1999, le prix du pétrole a chuté de 30 % en un an et de 50 % par rapport à la moyenne de 1997, qui était à 19 dollars le baril. La baisse s'est étalée sur l'ensemble de l'année 1998, avec un recul particulièrement marqué lors des derniers mois (graphique 2). En mars 1999, à la suite de la décision prise par les principaux producteurs de réduire l'offre de 2,1 mbj à compter du 1er avril, les cours se sont redressés aux alentours de 13,50 dollars le baril. Cette reprise est-elle durable ou résulte-t-elle d'un effet d'annonce qui s'essoufflera sous le poids du déséquilibre qui demeure ?

La chute des prix depuis plus d'un an reflète le degré de saturation du marché pétrolier. En 1998, le ralentissement de la croissance mondiale, passée d'un rythme de 3,9 % l'année précédente à 2 %, s'était accompagné d'une faible progression de la demande de pétrole : + 0,3 mbj pour un total de 73,7 mbj sur l'année, alors que la production mondiale atteignait 75,3 mbj. L'excédent de 1,6 mbj était venu gonfler les stocks, les poussant à des niveaux supérieurs à la normale.

Pour autant, les coupes de production décidées en 1998 ont eu des effets. Le déséquilibre, concentré au premier semestre (hausse des stocks de 2,7 mbj sur la période), a décidé les producteurs à réagir. En mars puis en juin 1998, des accords ont été signés entre les principaux pays de l'OPEP (hors Irak) et hors OPEP pour une réduction de 2,6 mbj. Le respect partiel de la décision avait permis de réduire la production de 2 mbj entre le début et la fin de l'année. Le retour de l'Irak sur

2. Prix du pétrole



* Le point d'avril 1999 reprend le cours du 26 mars.

Source : Relevés quotidiens, *Financial Times.*

le marché a cependant annulé près d'un tiers de cette baisse. L'ajustement était resté insuffisant, et la dégradation du climat politique entre les pays de l'OPEP ne laissait pas présager de nouveaux accords. La rencontre à Vienne de novembre 1998 s'est soldée par un échec. Les engagements sur les coupes de production n'ont pu être reconduits au-delà de juin 1999. Les pays ont relâché le respect de leurs engagements ; le pessimisme ambiant a accéléré la chute des cours : d'octobre 1998 à février 1999, ceux-ci ont baissé de 2,5 dollars, soit presque 20 %. En 1999, nos perspectives de demande restent maussades, inférieures à celles de l'AIE (tableau 12). La poursuite de la croissance mondiale sur un faible régime (2,2 %) entraînerait une augmentation de la consommation de pétrole voisine de celle de 1998. Sous ces hypothèses, et celle d'une stabilisation du stockage, la demande adressée aux pays de l'OPEP baisserait à 26,3 mbj, avec un point bas au deuxième trimestre et une reprise en fin d'année. Or, en février, la production a atteint 27,6 mbj dans la zone. En l'absence de réduction de la production, le marché serait donc excédentaire de 1,5 mbj. L'Irak, produisant au maximum de ses capacités, ne devrait pas peser sur le marché. Une reprise des cours signifierait même pour ce pays un droit à exporter plus faible[1].

L'accord du 12 mars entre les principaux pays producteurs, ratifié le 23 mars lors de la réunion de l'OPEP à Vienne, est donc crucial. Il retient une baisse de 2,1 mbj de pétrole à compter du 1er avril 1999, dont 1,7 mbj pour les dix pays de l'OPEP hors Irak, et 0,4 mbj pour d'autres pays (Mexique, Russie, Oman et Norvège) qui se sont ralliés volontairement à la décision. Si cette baisse était respectée à 75 %, le rééquilibre se ferait. L'accord a été très bien accueilli par les marchés. Les cours sont remontés à 13,5 dollars le baril à la mi-mars. Néanmoins, une fois l'effet d'annonce passé, le prix devrait se replier à un niveau plus bas. Selon nos hypothèses de baisse de la demande adressée à l'OPEP et avec une

*12. Equilibre sur le marché du pétrole **

En millions de barils/jour

	1997	1998	1999	2000
Demande mondiale (1)	73,4	73,7	74,7	
Prévisions OFCE			*74,1*	*75,3*
Demande OCDE	46,7	46,6	47,3	
Offre non OPEP (2)	44,4	44,6	44,8	*45,0*
Production OPEP de GNL (3)	2,8	2,9	3,0	*3,0*
Variations de stocks (4)	1,0	1,6	0,0	*0,0*
Demande de pétrole brut adressée à l'OPEP (1) + (4) - (2) - (3)	27,2	27,8	26,9	
Prévisions OFCE			*26,3*	*27,3*

* En italiques : prévisions OFCE
Sources : AIE, prévisions OFCE.

1. L'accord « pétrole contre nourriture » entre l'ONU et l'Irak stipule que l'Irak peut exporter jusqu'à 5,2 milliards de dollars par semestre.

prise en compte partielle des coupes de production, il semble difficile d'envisager une reprise soutenue des cours en 1999. Aussi, après le point bas du deuxième trimestre qui risque malgré tout d'être gommé par l'optimisme du marché, le prix du baril de Brent ne devrait pas remonter au-delà de 11 dollars d'ici à la fin de l'année.

En 2000, la demande de pétrole devrait se raffermir sous l'effet de la reprise en Asie et en Amérique latine. Les prix augmenteraient à nouveau. Mais le niveau des stocks continuerait de peser sur les cours, qui devraient avoisiner 13 dollars à la fin de l'année.

Si l'accord de Vienne était davantage respecté que les précédents (les chefs de gouvernement se sont pour la première fois engagés en ce sens, au côté de leurs ministres du pétrole), le marché pourrait se retendre sous l'effet d'une érosion du surplus dès le début du troisième trimestre, et les anticipations sur les prix se retourner. Les pays signataires visent implicitement un objectif de 15-20 dollars le baril. Un nouveau prix d'équilibre aux alentours de 12-13 dollars le baril fin 1999 serait alors envisageable, suivi d'une remontée plus forte en 2000.

Un niveau plus élevé du baril (13,2 dollars en 1999 au lieu de 10,50 dollars et 15,50 dollars au lieu de 12,3 en 2000) aurait, selon le modèle MIMOSA, un léger effet dépressif sur les économies de l'OCDE (0,15 point de croissance en moins en 1999 et en 2000) et un léger effet inflationniste (0,3 point d'inflation en plus en 1999 et 0,2 en 2000).

Reprise cyclique du prix des matières premières

La baisse des prix des autres matières premières illustre la même situation de surproduction. L'indice de Hambourg des matières premières industrielles était en recul de 7 % sur un an en janvier, et celui des matières premières alimentaires de 20 %. Là aussi, le ralentissement de la demande, notamment en provenance des pays asiatiques, avait été jusqu'alors insuffisamment compensé par celui de l'offre. Mais le bas niveau des prix de marché conduit progressivement à la fermeture de certains sites dont les coûts de production ne sont plus couverts. Les stocks, excessivement élevés, pèseront sur les prix encore quelque temps. Mais les prix de certains produits semblent avoir atteint leur point bas. Dans le secteur des produits alimentaires, les prix se sont stabilisés vers la fin de l'année dernière. De même, sur le marché des métaux, les prix de quelques produits (acier, aluminium) commencent à se retourner. Compte tenu du décalage habituel entre les deux marchés, la reprise sur le marché des matières premières industrielles devrait prendre effet durant le deuxième trimestre. Les excédents mondiaux devraient peser sur les prix mais la fin des anticipations de baisse des prix devrait accélérer la reprise des cours, en retournant les comportements de stockage dans les industries utilisatrices.

L'Asie en convalescence

Un an et demi après le déclenchement de la crise, l'Asie (hors Japon) entre en phase de convalescence. Sur l'ensemble de l'année 1998, les quatre dragons ont accusé un recul de leur PIB de 2,3 % et le reste de la région (ASEAN, Chine, Inde…) une croissance de 3 %. Les pays qui ont été le plus secoués par la crise financière ont connu une récession plus marquée : l'activité a reculé de 14 % en Indonésie, 8 % en Thaïlande, 6 % en Corée du Sud et en Malaisie.

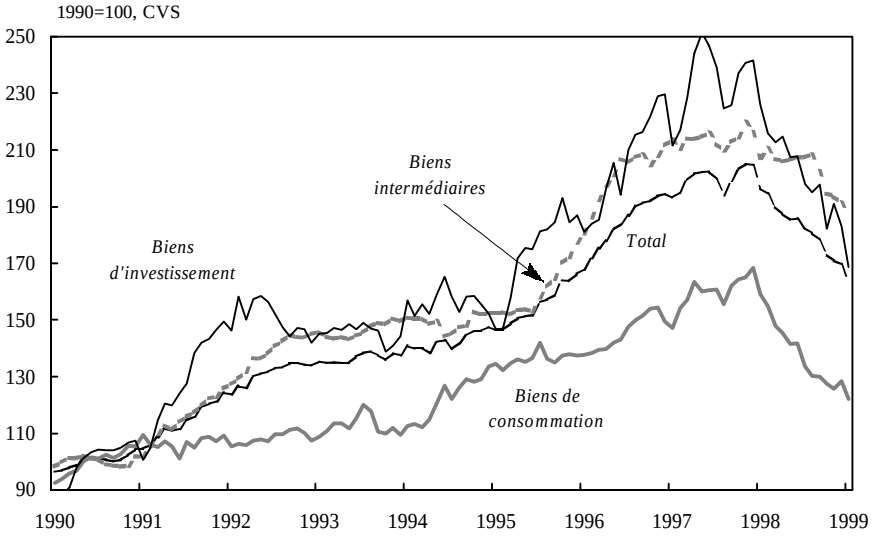
Après une période de durcissement au second semestre 1997 et au début 1998, la politique monétaire a pu se détendre dans le courant du deuxième trimestre 1998 en Corée du Sud et aux Philippines, puis en Thaïlande à partir de juillet. En Indonésie, la détente n'a commencé qu'en décembre. En Malaisie, l'instauration du contrôle des mouvements de capitaux a permis un relâchement monétaire dès septembre. A l'exception de l'Indonésie, les taux d'intérêt du marché monétaire sont revenus à des niveaux moins élevés qu'avant la crise, et les taux prêteurs aux niveaux initiaux. Ceci devrait favoriser le redressement financier des banques et des entreprises.

La fin des politiques de crise n'a pu se faire que parce que les sorties de capitaux s'étaient stabilisées. Depuis la baisse des taux d'intérêt, le won coréen et le baht thaïlandais ont regagné 40 % de leur valeur vis-à-vis du dollar, ce qui ramène leur dépréciation à 25 % environ par rapport à juin 1997. La roupie indonésienne reste très faible. Les réserves en devises ont été reconstituées dans tous les pays. Par ailleurs, l'effet inflationniste des dépréciations monétaires est resté contenu. Après une hausse concentrée en Corée du Sud de décembre 1997 à février 1998, et beaucoup plus diluée en Thaïlande, les prix sont restés stables dans ces deux pays, ce qui a permis de ramener leur niveau sur la tendance suivie par l'inflation d'avant la crise. En Malaisie, l'accélération du premier semestre 1998 a été suivie pendant plusieurs mois d'une stabilité des prix qui a corrigé les niveaux anormalement élevés. Mais, depuis plusieurs mois, on assiste à une reprise de l'inflation. Aux Philippines, malgré un mouvement de hausse moins rapide qu'au premier semestre, les prix continuent d'augmenter rapidement (10 % sur un an). C'est en Indonésie que la normalisation est la moins avancée : les prix ont augmenté de plus de 80 % en six mois, et le mouvement de hausse n'est pas enrayé malgré un certain ralentissement depuis septembre. En janvier, la baisse du change réel face au dollar était de l'ordre de 15 % en Corée du Sud et à Taiwan, de 20 % en Thaïlande, et 40 % en Indonésie, par rapport au niveau de juin 1997.

Cette normalisation s'accompagne, sur fond de réformes structurelles majeures, de la remise en marche progressive de ces économies. La Corée du Sud est la plus avancée; l'activité y est repartie depuis la fin de 1998, sur un rythme relativement soutenu. Plus que du raffermissement

de la demande finale, ceci résulte d'une reprise technique. La réduction du crédit au premier semestre 1998, ajoutée à la hausse des taux d'intérêt dans ce pays fortement endetté (le crédit bancaire représente 170 % du PIB), avait mis en faillite de nombreuses petites et moyennes entreprises et gelé les plans d'investissement. Les plus grandes entreprises et notamment les *chaebols*, qui bénéficiaient d'un fonds de trésorerie plus important, ont pu traverser cette crise mais leur rentabilité insuffisante soulignait les problèmes de surcapacités auxquels elles sont confrontées. Le taux de chômage s'est fortement accru passant de 2 % à presque 9 %. Face à la hausse des prix, au ralentissement puis à la baisse des salaires nominaux, les salariés connaissent un recul sensible de leur revenu. Sur les trois premiers trimestres, l'investissement a chuté de 28 % par rapport à la même période de l'année passée, et la consommation de 12 %. A l'effondrement de la demande interne, s'est ajoutée la forte contraction de la demande des pays voisins. Le dynamisme relatif du monde chinois et surtout des États-Unis et de l'Europe a partiellement compensé cet effet. Les exportations se sont relativement mieux tenues que dans d'autres pays en crise. Les ventes de marchandises ont augmenté de 15 % sur l'ensemble de l'année. Mais surtout, la crise s'est traduite par une baisse de 23 % des importations. Cette contraction a touché presque exclusivement les produits destinés au marché domestique, les entreprises privilégiant les achats nécessaires aux exportations. Les difficultés d'approvisionnement ont obligé les producteurs à puiser massivement dans les stocks, pour les amener à un niveau excessivement bas (graphique 3). Le simple arrêt du déstockage puis la recomposition

3. Niveaux des stocks dans l'industrie en Corée du Sud



Source : OCDE.

des stocks vont constituer dans un premier temps le moteur technique de la reprise, les fondamentaux n'étant pas encore en état de repartir. Le taux de croissance de la production industrielle était déjà de 9,6 % en janvier 1999 par rapport à janvier 1998, celui des biens intermédiaires étant de 12,2 % sur la même période. Les exportations devraient continuer de soutenir la croissance en 1999 et 2000, du fait de l'amélioration de la demande régionale et d'un potentiel de gains de marché encore positif. Mais la contribution externe à la croissance, très fortement positive en 1998, jouerait négativement du fait du rebond des importations, déjà observé en janvier 1999.

Ce schéma de reprise devrait être commun aux autres pays en crise avec des décalages dans le temps. Les Philippines semblent suivre avec un trimestre de retard, puis la Malaisie dont la production est en train de repartir. L'Indonésie est dans une situation nettement moins avancée. L'activité en Thaïlande est sur un palier depuis plusieurs mois mais devrait reprendre prochainement.

Alors que les pays d'Asie du Sud et du Sud-Est montrent des signes de reprise, le monde chinois, qui avait été épargné par les turbulences financières en 1997 et 1998, se fragilise. La Chine est confrontée à la fois au ralentissement de sa demande intérieure et à la dégradation de son environnement extérieur. En dépit d'une forte réorientation vers les pays industriels, les exportations chinoises ont stagné en valeur en 1998. La situation interne demeure tendue : hausse du chômage, ralentissement des revenus du fait des restructurations des entreprises d'État. La faiblesse de la demande souligne l'ampleur des surcapacités productives, qui donnent lieu à une guerre des prix et donc à de la déflation. La mauvaise rentabilité des entreprises publiques, dont la moitié est aujourd'hui déficitaire, conduit à un renflouement financier qui absorbe 75 % des prêts bancaires. Les quatre principales banques d'État, qui représentent 90 % des actifs financiers du pays, détiendraient dans leur portefeuille entre 25 et 40 % de créances douteuses (10 % officiellement), soit entre 250 et 400 milliards de dollars. Le gouvernement a entrepris en décembre un plan de recapitalisation de 32,6 milliards de dollars (3 % du PIB) financé par obligations, et a dégagé des fonds pour effacer une partie des créances douteuses. Pour soutenir la demande, il a adopté au cours de l'été 1998 un vaste plan de relance budgétaire d'un montant de 2,5 % du PIB. Selon la version officielle, ces dépenses auraient assuré plus de la moitié de la croissance de 1998.

La situation pour 1999 et 2000 est plus difficile. L'activité devrait reprendre dans les autres pays d'Asie, ce qui pourrait compenser des performances sur les marchés américains et européens moins bonnes qu'en 1998. Mais les ressorts de la demande interne devraient rester déprimés. La consommation des ménages resterait faible, tout comme l'investissement. L'arme budgétaire est donc la seule disponible pour assurer la croissance et la stabilité sociale. Le gouvernement anticipe un

déficit public de 2 % du PIB en 1999. Selon les experts, celui-ci serait plus proche de 6, voire 10 % du PIB. La poursuite de cette politique est donc risquée : elle renforce la fragilité des banques et alourdit la charge de la dette, qui absorbe déjà un quart des recettes budgétaires. Dans ces conditions la dévaluation du taux de change pourrait être utilisée pour donner une bouffée d'oxygène à l'économie.

La croissance en Asie pourrait atteindre 3,3 % en 1999 et 4,9 % en 2000, avec en tête la Corée du Sud, suivie d'un groupe de pays qui se redresseraient dans le courant de 1999 (Malaisie, Philippines, Thaïlande, Indonésie) et enfin, le monde chinois. La croissance devrait rester globalement modérée du fait même de ces décalages et aussi des ajustements structurels qui pèseront sur la demande intérieure. L'investissement privé resterait faible, lesté par la sous-utilisation du capital et les surcapacités qu'il faudra résorber. Dans l'électronique, par contre, la résorption devrait être rapide du fait de la reprise d'un nouveau cycle de demande, et d'une durée de vie du capital relativement courte. Dans d'autres secteurs, le mouvement sera plus long. Les taux d'investissement qui avoisinaient 45 % du PIB dans certains pays, devraient rester beaucoup plus faibles. L'impact social des restructurations pèsera sur la consommation des ménages. Le stockage volontaire en 1999 et les exportations constitueront donc les deux moteurs de la reprise. En 1998, selon des informations partielles, les exportations asiatiques auraient crû en volume à un rythme proche de 3 % par rapport à l'année précédente tandis que les importations de la zone auraient baissé de 16 %[2]. Cette contraction a pesé sur les performances à l'exportation des pays les plus engagés sur l'Asie, et laisse supposer une hausse des exportations vers l'OCDE de l'ordre de 20 % en 1998. L'avantage de compétitivité devrait permettre de nouveaux gains de parts de marché en 1999 et 2000, notamment pour la Corée du Sud, Taiwan, puis pour les pays qui n'en ont pas encore tiré parti (Philippines, Indonésie, Thaïlande). Ces pays devraient également profiter de la reprise progressive du commerce régional : en dépit du faible dynamisme chinois, les importations de la zone devraient augmenter de 9 % en 1999 et 12 % en 2000.

2. Les chiffres de croissance du PIB, des exportations et des importations de l'Asie en développement pour 1998 semblent valider les résultats de la variante MIMOSA faite lors de la prévision de l'automne dernier sur l'impact de la crise financière en Asie.

Ajustement violent en Amérique latine

Alors que la situation en Asie (hors Chine) s'éclaircit, les pays d'Amérique latine font l'objet, depuis la crise russe de l'été dernier, d'une nouvelle crise de défiance des investisseurs étrangers. Plus profonde que la précédente, elle s'est traduite par :

— un relèvement des taux d'intérêt extrêmement violent, plus important que lors de la crise de décembre 1997. Les taux interbancaires à trois mois sont montés en septembre jusqu'à près de 35 % au Brésil et au Mexique, et 22 % en Argentine. Ils ont baissé par la suite mais restent encore supérieurs à leur niveau d'avant la crise russe, tant en valeur nominale qu'en réelle ;

— d'importantes fuites de capitaux, notamment au Brésil : les réserves de la Banque centrale ont fondu de 30 milliards de dollars entre août et novembre pour n'être plus que de 39 milliards, soit un niveau insuffisant pour assurer les engagements externes du pays à court terme ;

— un accès réduit au marché international des capitaux qui, là encore, a frappé plus durement le Brésil. L'Argentine bénéficiant d'une meilleure crédibilité en matière de change et d'une couverture du FMI *via* le fonds de facilité, a pu éviter l'assèchement des liquidités internationales. Elle a même sur-financé son déficit extérieur au second semestre 1998 par des émissions de titres souverains à un taux beaucoup plus attractif que ceux des pays voisins.

La situation très tendue au Brésil a conduit les autorités à recourir à l'aide du FMI. Fin novembre 1998, un prêt d'un montant de 41,5 milliards de dollars a été accordé, conditionné à la mise en place d'un train de mesures budgétaires destiné à stabiliser à moyen terme le ratio dette publique/PIB. Les taux d'intérêt ont perdu près de 10 points en un mois. Mais la rémission a été de courte durée. Le retard dans l'adoption du programme par le Congrès puis, en janvier 1999, le moratoire décrété par l'État du Minas Gerais sur sa dette vis-à-vis de l'État fédéral ont décrédibilisé la capacité du gouvernement à mener à bien son projet. Le réal a été de nouveau attaqué. Dans un premier temps, la bande de fluctuation glissante de la monnaie a été élargie, puis le 15 janvier, les autorités décidaient de laisser flotter le réal. La monnaie s'est dépréciée de 35 %. Pour autant, la fin de la politique de soutien du taux de change n'a pas permis la détente monétaire. Au contraire, le taux d'intérêt au jour le jour (SELIC) est monté jusqu'à 45 % à la mi-mars. La gestion monétaire brésilienne doit faire face à une double contrainte :

— ne pas renouer avec les mécanismes d'indexation liés à l'hyperinflation, et donc limiter les effets inflationnistes de la dévaluation par une politique monétaire très restrictive ;

— rendre crédible l'engagement d'assainissement des finances publiques. Or, la dette publique interne représentait 42,6 % du PIB en décembre dernier dont 65 % à taux variable, basé sur le taux au jour le jour, et 20 % libellé en dollars. En octobre dernier, le déficit du secteur public cumulé sur les douze derniers mois atteignait 8,5 % du PIB alors que l'excédent primaire n'était que 0,7 % du PIB.

Aujourd'hui, le problème brésilien n'est pas réglé. L'inflation devrait s'accélérer rapidement du fait du renchérissement du prix des produits importés, puis ralentir au second semestre. Une hausse des prix de 17 % est officiellement attendue sur l'ensemble de l'année mais elle pourrait aller jusqu'à 20, voire 30 % selon certains analystes. La politique monétaire restera donc extrêmement vigilante en 1999. Ceci pourrait faire monter le montant des intérêts sur la dette publique jusqu'à 12-15 % du PIB. Pour respecter les engagements de stabilisation de la dette, l'objectif d'excédent primaire défini en accord avec le FMI vient d'être révisé : il est monté de 2,6 à 3,1 % du PIB pour 1999 par de nouvelles coupes budgétaires et de nouvelles privatisations.

L'assèchement des liquidités apparu depuis l'automne dernier a fragilisé les économies d'autant plus que les déficits extérieurs se sont creusés. Les recettes d'exportation ont été affaiblies par la dégradation de l'environnement international. La chute des prix du pétrole, du cuivre, du café et d'autres matières premières produites par la région s'est conjugée à la contraction de la demande en Asie et à la détérioration de la compétitivité de la zone. Le déficit courant de la zone s'est creusé de 20 milliards de dollars en 1998 pour atteindre 85 milliards. Les politiques récessives destinées à rééquilibrer les soldes extérieurs et publics se sont ajoutées à celles de soutien des taux de change. La croissance du PIB a ralenti dans tous les pays. Sur l'ensemble de la région, elle est passée de 5,2 à 2,1 % en 1998. Fin 1998, les performances de croissance restaient mauvaises. Depuis six mois, la production industrielle ne cesse de baisser : en un an, la baisse atteint 8 % en Argentine, 6 % au Brésil et au Chili. Les perspectives de croissance restent orientées à la baisse.

En 1999, les conditions financières ne sont toujours pas réunies pour favoriser le retour des capitaux étrangers en Amérique latine. Même si les marchés différencient de plus en plus les pays, avec un avantage très net pour l'Argentine, le Mexique et le Chili qui présentent une bonne solidité financière, les entrées nettes de capitaux devraient rester faibles en 1999. Selon l'*Institute of International Finance*, les entrées de capitaux privés baisseraient de 40 %, avec notamment une contraction très forte des prêts bancaires, des émissions de titres et des investissements directs.

L'engagement dans les processus d'ajustement va continuer de peser sur l'activité qui pourrait se contracter de 3 % en moyenne sur l'ensemble de la région. Le Brésil qui représente 46 % du PIB de la région, pourrait connaître une récession de l'ordre de 6 %. L'impact serait fortement négatif pour les pays voisins, en premier lieu pour l'Argentine.

Même si les économies d'Amérique latine sont presque deux fois plus fermées que celles de l'Asie en développement (hors Hongkong et Singapour) et les échanges régionaux, moins développés (30 % du total si l'on exclut le Mexique contre 50 % en Asie), le processus d'intégration régional, *via* le Mercosur notamment, s'est accéléré sur les dernières années et constitue un socle stratégique de développement important pour certains pays (tableau 13). Ainsi, les exportations destinées à l'Amérique latine représentent 4,5 % du PIB au Chili et 4 % en Argentine. Dans ce pays, la dépendance au Brésil est forte : les trois quart des exportations régionales de l'Argentine vont au Brésil, et sont en grande partie du commerce intra firme. La réorientation vers d'autres marchés est donc difficile d'autant que la dépréciation du réal renforce l'avantage de compétitivité du Brésil. Aussi, la contraction des débouchés externes, la perte de compétitivité des produits et le resserrement monétaire imposé par la crise financière régionale pourraient-ils conduire à une récession de l'ordre de 4 %.

En 2000, les conditions de la reprise devraient être réunies. Les déséquilibres externes seront en partie résorbés. De plus, la reprise de la demande internationale, le redressement des cours des matières premières et les réalignements monétaires de 1999 devraient profiter aux exportations, même si une partie des mouvements de change sera absorbée par l'inflation. Les ajustements internes devraient être moins coercitifs sur l'investissement et la consommation privée qu'en 1999. Au Brésil, par contre, la réforme budgétaire devrait freiner la reprise d'activité. Ce scénario écarte la reprise des mécanismes d'hyperinflation qui nuirait très durablement au retour des capitaux étrangers en Amérique latine.

13. Structure des exportations de marchandises latino-américaines en 1997

		Par destination, en % du total en valeur								Part dans le PIB
	Pays Industriels	*Dont États-Unis*	*Dont Japon*	Asie en dévelop.	*Dont Chine*	Moyen-Orient	Amérique latine	*Dont Brésil*	*Dont Argentine*	
Argentine	26,9	7,8	2,2	11,0	3,4	5,6	49,3	30,5	—	7,9
Brésil	52,5	17,5	5,7	8,5	2,0	3,3	28,1	—	13,5	7,2
Chili	57,5	15,9	15,7	18,2	2,5	0,9	20,5	5,6	4,6	22,1
Colombie	68,9	39,2	3,0	0,8	—	0,8	26,4	1,1	—	12,5
Mexique	92,6	85,6	1,0	1,0	—	0,2	6,0	0,6	0,5	28,1
Pérou	63,9	23,4	7,1	15,5	7,3	0,7	17,7	3,8	0,7	9,5

Sources : FMI, calculs OFCE.

PECO : des croissances fragiles

Les anciennes démocraties populaires se partagent maintenant en deux catégories (tableau 14). Les premières (Pologne, Hongrie, Slovaquie et République Tchèque) connaissent une croissance satisfaisante et ont *grosso modo* maîtrisé leur inflation : elles ont retrouvé au bout de dix ans le niveau de production de 1989. Les autres (Russie, Ukraine, Bulgarie et Roumanie) restent bien en dessous de ce niveau et connaissent toujours une inflation galopante. Les années 1998-1999 marquent globalement un net ralentissement de la croissance de la zone, en raison de la crise russe, mais aussi de l'obligation pour plusieurs pays de résorber des déficits extérieurs insoutenables. La crise russe et les politiques économiques restrictives conjuguent leurs effets en 1999. La République Tchèque est confrontée à des difficultés persistantes; la Slovaquie devrait connaître un net ralentissement; la Pologne et la Hongrie ne seraient pas épargnées.

Les PECO ont pour la plupart choisi un système de change géré où la monnaie nationale se déprécie plus ou moins comme l'inflation de sorte que le pays peut contrôler l'arbitrage inflation/compétitivité et éviter les crises spéculatives. Aussi, les PECO n'ont-ils guère été directement atteints par la crise financière de 1998. Ils ont généralement un important déficit extérieur financé par des entrées de capitaux directs, de sorte que la poursuite de leur croissance dépend de leurs recours au financement extérieur, mais celle-ci n'a pas été mise en cause jusqu'à présent, même si certaines inquiétudes peuvent apparaître pour la Pologne.

La croissance polonaise a été particulièrement vive jusqu'à la mi-1998 (6,9 % de croissance en 1997) impulsée par la consommation (7,1 %) et surtout la FBCF (20,6 %). En moyenne, la croissance de 1998 resterait forte (4,8 %), mais la production industrielle recule depuis le

14. Données structurelles sur l'évolution des PECO

	PIB en 1998 1988 = 100	Taux de croissance *	Inflation *	Dépréciation /DM*
Bulgarie	65,1	– 2,0	152,4	54,7
Hongrie	104,1	3,3	20,5	14,7
Pologne	108,6	6,1	21,1	9,9
République tchèque	95,8	2,4	9,4	0,3
Roumanie	73,4	0,6	77,5	35,0
Russie	55,4	– 5,1	96,4	43,2
Slovaquie	100,1	5,9	8,3	2,2
Ukraine	39,3	– 10,3	156,2	50,1

* Variation annuelle moyenne 1993-1998, en %.

Source : OCDE.

deuxième trimestre (la chute est de 7 % entre juin et décembre en chiffres CVS). La **Pologne** souffre du faible dynamisme de la demande de ses marchés extérieurs (Allemagne, Italie, mais surtout Russie et Ukraine). De juillet à décembre 1998, les perspectives de production et de demande des entreprises se sont fortement dégradées. Les enquêtes de janvier 1999 apportent des informations contradictoires : les perspectives de production se redressent mais le niveau des stocks gonfle et la tendance de la demande globale s'effondre. L'emploi total a diminué de 1,9 % entre le deuxième et le quatrième trimestre. Le taux de chômage, qui avait diminué de 16,5 % en 1994 à 9,4 % en juillet-août 1998, est remonté à 11,1 % en janvier. L'inflation est relativement forte (8,4 % en glissement en 1998), mais en décrue régulière. Le déficit public n'a été que de 2,5 points de PIB en 1998 ; les autorités envisagent de le réduire à 2,2 % en 1999. La Pologne a connu un gonflement important de son déficit courant qui avait atteint 4 points de PIB en 1997 et devrait se stabiliser à 5 points en 1998. Celui-ci est jusqu'à présent financé sans problème par des investissements directs (de l'ordre de 3 points de PIB) et des entrées de capitaux attirés par le niveau élevé des taux d'intérêt destiné à freiner l'activité. Ceux-ci étaient de l'ordre de 23 % fin 1997 ; ils ont été baissés progressivement jusqu'à 13,6 % en janvier 1999 et 13,1 % en mars. Les autorités pratiquent une politique de change géré en suivant un panier de monnaies, la dépréciation du change compensant le surcroît d'inflation. Toutefois, la libéralisation des mouvements de capitaux faisait que cette dépréciation était freinée par le fort niveau des taux d'intérêt. En 1998, la baisse du taux de change par rapport au DM n'a été que de 4,5 %, soit une hausse de 1,4 % par rapport au dollar. Début 1999, les autorités ont accepté une nette baisse du zloty (6,5 % par rapport à l'euro et 14,2 % par rapport au dollar entre décembre 1998 et mars 1999). Elles espèrent à la fois soutenir l'activité et réduire le déficit extérieur et prennent le risque d'un sursaut d'inflation. Malgré cela, la croissance de 1999 ne devrait pas dépasser 3,5 % (tableau 15).

15. Evolution conjoncturelle des PECO

	PIB (1)			Inflation (1)	Taux d'intérêt à court terme	Taux de change vis-à-vis du DM (1)	Déficit extérieur (2)
	1998	1999	2000	déc. 98	mars 99	mars 99	1998
Pologne	4,8	3,5	4,0	8,4	13,1	– 11,3	5,1
Hongrie	5,1	3,5	3,9	10,3	15,8	– 7,4	3,7
République tchèque	– 3,0	– 0,5	2,0	6,8	7,9	2,7	1,8
Slovaquie	4,8	1,0	1,5	6,7	18,1	– 9,5	9,8

(1) Variation annuelle, en %.
(2) En points de PIB.

Sources : OCDE, *The Economist*, prévisions OFCE.

La **Hongrie** a connu une croissance vigoureuse en 1998 (5,2 %), impulsée par l'investissement (12 %) tandis que la consommation des ménages s'est redressée (3,8 %). La production manufacturière a augmenté de 12,9 %. A la fin de l'année, les enquêtes auprès des industriels indiquaient toutefois une baisse des perspectives de production ainsi que des carnets de commandes. De même, la confiance des consommateurs s'est dégradée. Le taux de chômage, qui était en baisse régulière jusqu'à 9,1 % en novembre, est remonté à 9,5 % en décembre. Le taux d'inflation, de l'ordre de 10 %, est en baisse sensible : pour 1999, il devrait être de l'ordre de 7,5 %. La hausse des salaires reste forte (14,5 % en 1999) ce qui, joint à une hausse de l'emploi de 0,8 %, devrait soutenir la consommation. 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, ce qui a permis des gains de compétitivité de 1994 à 1998 mais la crise russe les a obligées à remonter leur taux d'intérêt (15,8 % en mars 1999). Depuis le 1er janvier 1999, l'objectif est une dépréciation de 0,6 % par mois par rapport à un panier de monnaies (70 % euro-30 % dollar). En 1998, le forint s'est déprécié de 7,8 % par rapport au dollar (donc de 13,4 % par rapport au DM); depuis janvier, il s'est déprécié de 7,3 % par rapport au dollar (donc est stable en euro). Enfin, la Hongrie a réussi à faire croître ses exportations comme ses importations (au taux d'environ 20 %), mais le déficit courant atteint 3,7 % du PIB en 1998. En 1999, la croissance ne devrait pas dépasser 3,5 %, le ralentissement étant causé par le moindre dynamisme de la demande étrangère et le maintien de taux d'intérêt élevés. Par contre, le revenu et la consommation des ménages devraient bénéficier de la désinflation.

Après un épisode de forte croissance de 1994 à 1996, la **République tchèque** connaît depuis 1997 une période de stagnation économique. C'est le creusement du déficit extérieur qui avait contraint les autorités à durcir fortement leur politique monétaire en 1996. Le PIB a nettement reculé en 1998 (– 2,7 %) en raison de la baisse de la consommation des ménages et de l'investissement. La production industrielle a reculé de 8 %. Fin 1998, les industriels étaient très pessimistes quant à l'état de leurs carnets de commandes et à leurs perspectives de production. Le taux de chômage, qui avait baissé en dessous de 3 % au début de 1996, est remonté au-dessus de 7 %. Le déficit courant s'est réduit avec la récession (de 6 points de PIB en 1997 à 2 points en 1998). La couronne avait fortement monté en 1996 en raison d'une politique monétaire restrictive (en couronnes par DM, de 18,4 à 17), puis elle a connu une forte chute en 1997 (de 17 à 19,5); elle s'était redressée en 1998 jusqu'à 17,7 en novembre. Les autorités n'avaient pas réussi à dévaluer car elles maintenaient des taux d'intérêt trop élevés (de l'ordre de 16 % jusqu'en juin 1998). La baisse des taux d'intérêt (jusqu'à 8 % en mars) a permis une nette baisse de la couronne (jusqu'à 19,3 couronnes pour un DM). Par rapport à 1995, toutefois, la dépréciation du change n'a été que de

4,3 % pour un différentiel d'inflation avec l'Allemagne de 16,2 points (mesuré selon les prix de production dans l'industrie). Le déficit public est limité (1 point de PIB en 1998), mais il devrait dépasser 2 points de PIB en raison de la baisse de l'activité. L'inflation est relativement modérée : 6,8 % en 1998, 4 % attendus en 1999. La politique économique devrait essayer de coupler une politique de baisse du taux d'intérêt, donc du change, et une politique budgétaire restrictive pour pouvoir permettre une croissance plus rapide sans trop forte dégradation du solde extérieur. Les marchés extérieurs sont peu porteurs (Allemagne et Slovaquie). La croissance devrait rester légèrement négative en 1999.

La **Slovaquie** a connu ces dernières années une croissance particulièrement vigoureuse (plus de 6,5 % de croissance l'an de 1995 à 1997) et relativement peu inflationniste (6 % d'inflation en 1996 et 1997). Cette croissance était soutenue par un fort taux d'investissement (37 % du PIB), qui s'expliquait par un fort niveau d'investissement public (infrastructures) et l'investissement important de grandes entreprises de secteurs très capitalistiques (énergie en particulier). La Slovaquie a maintenu des taux d'intérêt élevés pour attirer des capitaux et financer un déficit courant de l'ordre de 10 % de son PIB de 1996 à 1998. Il en est résulté un taux de change surévalué. Le pays ne bénéficiait pratiquement pas d'investissements directs étrangers. Il en résultait une dette extérieure dont la croissance était insoutenable et dont le financement devenait délicat. Le taux de chômage en 1998 restait de l'ordre de 12 %. La réussite de ce pays continuait à s'appuyer sur le dynamisme du secteur public et des grandes entreprises alors qu'il restait en retard quant à la mise en œuvre des réformes libérales : les grandes banques sont restées ou redevenues publiques; les entreprises slovaques restent déficitaires et n'ont guère été restructurées. Un tournant a été pris fin 1998 à la suite du renversement de majorité : la couronne a été dépréciée de 10 % puis laissée flottante; le nouveau gouvernement a mis en œuvre une politique budgétaire restrictive pour réduire le déficit public (de 5 % du PIB en 1998 à 3 % en 1999) et le déficit extérieur (de 10 à 5 % du PIB); les prix ont été déréglementés, ce qui devrait entraîner une certaine accélération de l'inflation (10 % en 1999); la politique monétaire devrait maintenir des taux d'intérêt élevés (18 % début 1999) pour réduire la demande privée. Enfin, le gouvernement espère attirer des capitaux étrangers. Cette remise en ordre, qui s'ajoute à la faiblesse de la croissance des marchés de la Slovaquie (République Tchèque et Allemagne) devrait se traduire par un net ralentissement de la croissance en 1999 et 2000.

Russie : dans l'abîme

Depuis le 17 août 1998, la Russie connaît une situation de crise financière ouverte. Le rouble a perdu les trois quarts de sa valeur : un dollar vaut actuellement 23 roubles contre 6 il y a un an. Le gouvernement a suspendu le service de sa dette publique intérieure et a imposé un moratoire de 90 jours sur la dette extérieure. Le pays connaît une impressionnante accumulation de déséquilibres : chute de la monnaie, forte inflation, effondrement des systèmes bancaires et financiers, déficit et insolvabilité de l'État. Toutefois, plusieurs éléments montrent que l'économie n'a pas sombré totalement dans l'anarchie : le gouvernement Primakov essaie de pratiquer une politique budgétaire restrictive et répugne à trop recourir aux avances de la Banque centrale, la hausse des prix n'a pas dégénéré en hyperinflation, les impôts semblent mieux rentrer, la production énergétique se maintient.

En 1997, le PIB avait arrêté son déclin : sa hausse a 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 chute entre décembre 1997 et septembre 1998 aurait été de 11,3 %, de sorte que la baisse serait de 4,6 % en moyenne annuelle en 1998.

La production industrielle avait diminué de 4,8 % de décembre 1997 à juin 1998. Entre juin et septembre 1998, la chute de la production industrielle aurait été de 12,3 %. Entre septembre 1998 et janvier 1999, elle aurait remonté de 5,1 %. Par contre, les productions de pétrole et de gaz se sont maintenues. Depuis septembre, on assiste à une forte chute de la consommation, qui atteint 25 % en glissement annuel fin 1998. La FCBF qui était à un bas niveau depuis janvier 1998 recule de nouveau depuis septembre (– 17 % en glissement annuel).

Bizarrement, ni l'emploi ni le chômage n'ont été encore fortement affectés par cette chute. La baisse de l'emploi en 1998 ne serait que de 1,7 % en glissement. En janvier, le taux de chômage aurait été de 12,4 % contre 10,8 % en 1997. Par contre, le salaire réel aurait connu une baisse de 31,4 % entre juin et septembre 1998; puis de 11,1 % de septembre 1998 à janvier 1999. Le revenu par tête en janvier 1999 serait de 31,5 % inférieur à son niveau de janvier 1998. Le salaire minimum n'a été revalorisé ni en 1997 ni en 1998. La retraite moyenne a perdu 41,6 % de sa valeur en 1998.

Le taux de change s'était déprécié de 4,8 % entre le 31 décembre 1997 et le 31 juillet 1998. Sa chute a atteint 39,5 % en août, 35,4 % en septembre, 3,3 % en octobre, 10,1 % en novembre, 12,6 % en décembre et 8,5 % en janvier. Au total, la dépréciation est de 71,7 % en 1998. Le taux de change réel de la Russie aurait baissé de 47 % depuis juin dernier. Depuis janvier 1999, le taux de change nominal est resté stable.

Mais les prévisions du *Consensus Forecast* anticipent une baisse de 35 % en 1999 (jusqu'à 36 roubles pour 1 dollar).

En 1997, l'inflation (évaluée à partir des prix à la consommation) avait été limitée à 11 %. Son rythme annuel avait baissé jusqu'à 8,3 % au premier semestre 1998. La hausse des prix a atteint 3,7 % en août, 38,5 % en septembre, 4,5 % en octobre, 5,7 % en novembre et 11,5 % en décembre. Au total, le glissement aura été de 84,4 % en 1998. En janvier 1999, l'inflation a été de 8,5 % ; en février de 4,1 %. La Russie semble échapper à l'hyperinflation. Pour 1999, les prévisions s'étagent entre 40 et 120 %. Le plus probable nous semble un chiffre voisin de 70 %. Les taux d'intérêt étaient de l'ordre de 25 % en 1997. Ils sont montés aux alentours de 60 % de mai à août ; après un sommet à 140 %, ils décroissent lentement mais restent au-dessus de 40 % en mars. Le taux d'intérêt réel est difficile à évaluer puisqu'il dépend d'une inflation anticipée particulièrement hasardeuse : il serait compris entre 0 et – 80 % pour 1999. Le secteur bancaire est une nouvelle fois en crise en raison de la chute de la Bourse, de la dévalorisation des titres publics et du manque de confiance du public.

En 1997, le déficit budgétaire représentait 8,4 % du PIB (dont 4,5 % pour les versements d'intérêts). En 1998, il aurait été réduit à 5,4 % du PIB grâce à une nette réduction des dépenses publiques. Le gouvernement a prévu une nouvelle réduction des dépenses publiques en 1999, mais la Douma en a tiré prétexte pour réduire les taux d'imposition.

Les exportations totales représentaient 88,4 milliards de dollars en 1997. La baisse du prix de l'énergie a provoqué une diminution importante de leur valeur : elles n'ont atteint que 74,4 milliards au premier semestre 1998 (en rythme annualisé) et 73,4 milliards au second semestre. Les importations valaient 73,6 milliards en 1997, 72 milliards au premier semestre 1998. Depuis septembre dernier et la chute du rouble, elles ont été divisées par deux. Ce sont principalement les importations de biens de consommation qui ont chuté. La Russie a donc retrouvé un net excédent commercial.

Pour 1999, la quasi-stagnation du niveau de production au niveau actuel entraînerait une baisse de 5 % du PIB, en moyenne annuelle. L'inflation devrait être contenue à 70 % en glissement. On devrait assister à des hausses progressives des importations et du pouvoir d'achat des salaires si cette dernière n'est pas masquée par le développement du paiement en nature. Dans cette perspective grise, la Russie ne connaîtrait pas de nouvel effondrement, mais n'avancerait pas vers la solution de sa crise structurelle.

De 1995 à 1997, les importations des PECO ont fortement soutenu la croissance des exportations des pays de l'UE (tableau 16). Le fléchissement observé en 1998 et anticipé pour le début 1999 joue un rôle non négligeable dans le ralentissement de l'économie de l'UE. Par rapport à

une croissance de 10 % l'an, une baisse de 3 % des importations des PECO coûtera 0,7 % de croissance d'exportations à l'UE et 1,1 % à l'Allemagne.

16. Importations de produits manufacturés d'Europe de l'Est

Taux de croissance annuels, en %, en volume

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
République tchèque	21,2	11,7	8,1	7,4	4,0	6,5
Hongrie	– 5,5	19,3	35,3	16,0	6,0	7,3
Pologne	23,8	28,9	16,8	13,7	5,1	3,0
Russie	2,1	8,9	15,1	– 19,1	– 17,9	7,0
Total	17,6	16,4	10,9	3,9	– 5,6	3,2

Sources : OCDE, *Consensus Forecasts*, prévisions OFCE.

États-Unis : record(s) battu(s)

L'année 1998 s'est terminée d'une manière bien différente de celle envisagée lors de notre précédente prévision. En effet, les inquiétudes quant à un retournement du marché boursier américain présentes en octobre 1998 se sont finalement assez rapidement dissipées, en partie grâce aux trois interventions du *Federal Reserve Board*[3]. Profitant d'un regain de confiance des agents privés, le cycle actuel a pu dépasser en longévité le cycle précédent des années quatre-vingt, atteignant 96 mois d'expansion en mars 1999. Si, à l'automne 1998, il était relativement logique de prévoir une récession induite par une chute de la Bourse, cela est plus hasardeux en mars : bien que de nombreux risques pèsent sur la poursuite de la croissance américaine, leur matérialisation apparaît difficile à probabiliser et à dater. En l'absence de déséquilibres internes caractéristiques d'une fin de cycle traditionnelle, et si les conditions favorables qui ont soutenu la croissance jusqu'à maintenant ne s'estompent que progressivement, la croissance américaine devrait rester forte en 1999 pour revenir en 2000 sur un rythme proche de la croissance potentielle. Le record de longévité du cycle des années 1960 serait ainsi battu. Néanmoins, un autre scénario, incluant un choc boursier, est présenté à l'aide d'une variante du modèle MIMOSA.

Le second semestre 1998 est très légèrement en retrait par rapport au premier du fait d'un léger tassement au troisième trimestre de la demande intérieure hors stocks. Ce moindre dynamisme tient à la contraction de la composante « transports » de l'investissement productif et au ralentissement du rythme de croissance de la consommation des ménages. Avec 0,9 % de croissance, le troisième trimestre ressort quand même en rebond par rapport au deuxième grâce à la contribution extérieure moins négative. La surprise vient du quatrième trimestre (1,5 %) grâce à un saut de presque 5 % des exportations de biens et services, rythme jamais vu depuis la fin 1996, à un retour de l'investissement productif sur ses rythmes habituels (3,8 %), au dynamisme soutenu de l'investissement logement (2,5 %) et au maintien de la consommation des ménages sur son rythme moyen de 1,1 %. Au total, 1998 égalise le record de croissance de 1997, à 3,9 % en moyenne annuelle. Cela fait donc trois ans que la croissance américaine se situe largement au-dessus de son potentiel, estimé à 2,5 %, grâce à la réunion de conditions de croissance assez exceptionnelles à ce stade du cycle.

La résistance de l'économie américaine aux différents chocs extérieurs qui la frappent depuis l'été 1997 vient de ce qu'elle profite plus des effets positifs de ces chocs qu'elle ne pâtit de leurs effets négatifs.

3. Le taux des *Federal Funds* a ainsi perdu 0,75 point en l'espace de 7 semaines : 0,25 point le 29 septembre, 0,25 point le 15 octobre (entre deux comités) et 0,25 point le 17 novembre. Il est aujourd'hui à 4,75 %. Le taux d'escompte a également été abaissé de 0,25 point le 25 octobre et le 17 novembre. Il était à 4,5 % en mars 1999.

La faiblesse de l'inflation induite par la baisse du prix des matières premières et du pétrole et l'appréciation du dollar, le bas niveau des taux d'intérêt du fait du rôle refuge des titres publics américains, la disponibilité des capitaux extérieurs à la recherche du meilleur rendement dopent la Bourse. La stimulation de la demande intérieure compense largement la baisse des débouchés extérieurs. Les effets positifs de ces chocs sont renforcés par une dynamique intérieure forte qui repose sur :

—un marché du travail très actif,

—des gains de productivité horaire du travail un peu plus élevés que la tendance de long terme grâce à une intensité capitalistique croissante,

—l'apparition d'un excédent budgétaire important qui permet une plus grande disponibilité du système bancaire à l'égard du secteur privé et un désintérêt relatif du marché obligataire au profit du marché boursier plus rentable,

—un taux de rendement des nouveaux investissements élevé grâce à la diffusion des nouvelles technologies de l'information,

—enfin, une forte crédibilité de la politique monétaire.

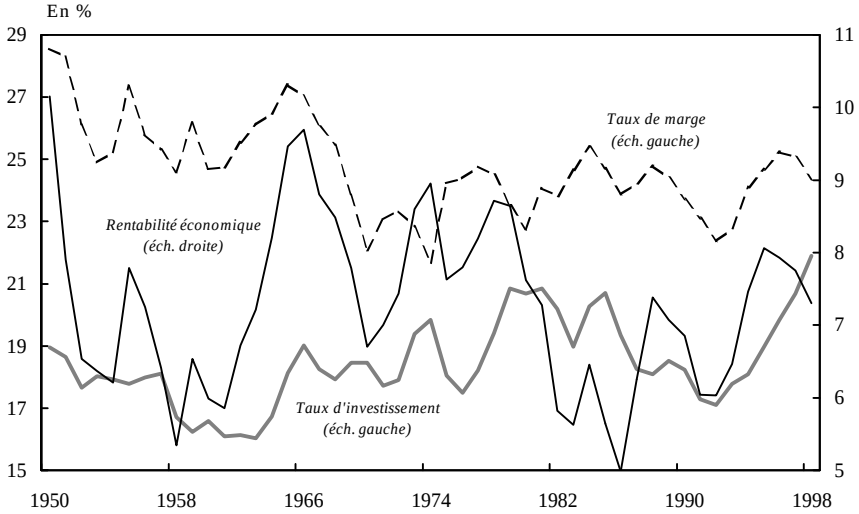
Les gains de pouvoir d'achat des ménages américains reposent pour beaucoup sur la modération de l'inflation, le salaire horaire nominal ayant cessé d'accélérer depuis début 1997, et décélérant même depuis la mi-1998, sous l'influence du fort ralentissement des gains salariaux dans le secteur manufacturier, et plus récemment du moindre dynamisme dans le secteur des services. Cette modération se retrouve également dans les hésitations de l'indice du coût de l'emploi. La croissance de la masse salariale est alimentée par le dynamisme de l'emploi : comme en 1997, un peu plus de 3 millions d'emplois salariés non agricoles ont été créés en 1998. Au total, le revenu disponible réel des ménages continue de progresser à un rythme légèrement supérieur à 3 % l'an, mais cela reste insuffisant pour alimenter la frénésie de consommation sans mordre dans l'épargne. Le taux d'épargne a ainsi atteint un point bas historique de 0,1 % au quatrième trimestre 1998. Si le niveau n'est pas significatif eu égard aux caractéristiques de la comptabilité nationale américaine[4] et à l'effet richesse, sa tendance baissière l'est et demeure inquiétante. Parallèlement à cette chute du taux d'épargne, le recours à l'endettement n'a cessé de progresser : le stock de dette représentait à la fin 1998 presque 90 % du revenu disponible (67 % de crédits hypothécaires et 22 % de crédits à la consommation).

La vigueur de l'investissement productif, deuxième force motrice de la croissance au cours de ce cycle, s'explique par quatre déterminants. Le premier et le plus évident est l'accélérateur : plus la croissance anticipée est forte, plus le niveau désiré du stock de capital est élevé, ce qui nécessite plus d'investissements. Le deuxième élément est la progression des

4. Voir H. Baudchon et V. Chauvin, 1999 : « Les cigales épargnent-elles ? Une comparaison des taux d'épargne français et américain », *Revue de l'OFCE*, n° 68, janvier.

profits. Avant que ces derniers ne s'effritent un peu en 1998, leur part dans le revenu national avait légèrement dépassé 12 %, bien au-delà du pic des années quatre-vingt (9 %), et seulement deux points en deçà du sommet des années soixante. La progression assez sensible de la rentabilité économique depuis 1992 justifie ainsi la progression du taux d'investissement (graphique 4). La disponibilité des financements extérieurs constitue le troisième déterminant du boom de l'investissement. Avant les turbulences de l'automne 1998, l'accès aux marchés des capitaux était non seulement aisé mais peu coûteux. Il l'est aujourd'hui un peu plus compte tenu de la montée des primes de risque sur les obligations des entreprises. En pourcentage des emprunts du secteur domestique non financier, les flux bruts d'emprunts du secteur des entreprises non financières sur le marché du crédit progressent régulièrement depuis 1996, passant du quart à un peu plus de la moitié. La contraction de ces emprunts au quatrième trimestre est symptomatique de la crise de liquidité de l'automne. De son côté, le financement intermédié fait preuve d'un dynamisme certain : les prêts commerciaux et industriels aux entreprises ont progressé de 14 % en 1998 en moyenne annuelle après 4 % en 1997. Mais là encore, depuis la fin de l'année, on note un certain ralentissement. Le stock de dette, qui représente 61 % du PIB, reste encore loin du sommet des années quatre-vingt. Le quatrième facteur qui a joué en faveur d'un investissement très dynamique est la baisse des prix des équipements informatiques. Combiné à l'apparition incessante de nouveaux produits et aux inquiétudes liées au passage à l'an 2000, ce

*4. Etats-Unis : taux d'investissement, taux de marge et rentabilité économique **



* Taux d'investissement : FBCF productive / valeur ajoutée brute, calcul sur volumes ;
Taux de marge : excédent brut d'exploitation / valeur ajoutée brute, calcul sur valeurs ;
Rentabilité économique : profil net / stock net de début d'année de capital fixe privé du secteur des SQS.

Source : *Department of Commerce.*

mouvement a largement stimulé l'investissement en technologies de l'information, et plus particulièrement en équipements informatiques et périphériques. Ce dernier représentait ainsi en 1998 près de 40 % de l'investissement productif (en volume) contre moins de 6 % au début du cycle. En pourcentage du PIB, ces mêmes chiffres étaient respectivement de 5 et 0,5 %.

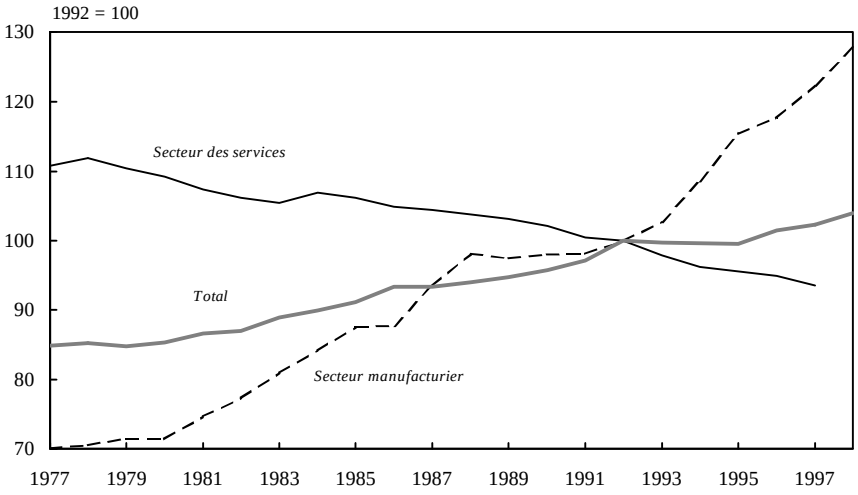
La résistance de l'économie américaine aux chocs sur ses exportations (qui avaient baissé sur les trois premiers trimestres de l'année 1998) révèle une dichotomie forte entre le secteur industriel et les services en termes d'activité, d'emplois, de productivité et de prix. La production industrielle a nettement réduit son rythme de croissance entre 1997 et 1998 : après 6 % en 1997, elle n'a crû que de 3,7 % en 1998 en moyenne annuelle, ce qui est sa plus faible performance depuis 1993. L'indice NAPM a cessé de progresser dès le milieu de l'année 1997, pour passer sous la barre des 50 % (signe d'une contraction de l'activité) un an plus tard. Si, sur les deux premiers mois de l'année 1999, la production industrielle reste convalescente (elle n'a progressé que de 0,2 % en février 1999 après un mois de janvier stable), l'amélioration de l'indice NAPM est plus sensible. Il est en effet repassé au-dessus de la barrière des 50 % en février grâce entre autres à sa composante « nouvelles commandes à l'exportation ». Le taux d'utilisation des capacités de production reste faible, juste au-dessus de 80 %, c'est-à-dire son niveau moyen de long terme. Depuis le début de la phase de croissance du cycle, la production industrielle croît moins vite que le PIB. La différence entre les deux rythmes de croissance s'est accentuée depuis la fin 1996 : le secteur des services a pris le relais comme moteur de la croissance.

Sur l'ensemble du cycle actuel, c'est-à-dire depuis le point bas de mars 1991, seulement 20 000 emplois ont été créés dans le secteur manufacturier, contre 1 million lors du cycle précédent et 4 millions lors du cycle des années soixante. Pour le secteur des services les chiffres sont respectivement de 10 millions, 9 millions et 4 millions. Parmi les secteurs producteurs de biens, seul le secteur de la construction s'en sort bien avec presque 1,5 million d'emplois créés depuis le début du cycle, reflétant le dynamisme du marché du logement. Ces différences se répercutent directement sur les gains de productivité. Sur le cycle actuel, dans le secteur manufacturier, ils approchent 3,5 % par an alors que la productivité dans les services ne cesse de se détériorer (graphique 5). Le fait qu'une partie de ces gains (estimée à 0,2 point par an depuis 1995) tienne à des changements méthodologiques dans le mode de calcul des prix relativise les performances récentes et la possibilité d'une rupture à la hausse.

Un dernier point de comparaison entre les deux secteurs porte sur l'évolution des prix. Le ralentissement de la croissance des prix de production à partir de la fin 1996 s'est transformé en une baisse des prix à partir de la mi-1997. Cette baisse de prix a commencé à se modérer à partir du début 1998, et les prix augmentent de nouveau depuis deux

mois. Alors que le profil de 1997 tient essentiellement à la composante énergie, l'indice de base n'accusant pas une baisse similaire, cet argument ne tient plus pour 1998 puisque les deux indices progressent parallèlement. Du côté du prix des services, la tendance baissière est beaucoup plus modérée, limitant de ce fait un ralentissement plus marqué des prix à la consommation. Bien que Tootell (1998)[5] montre que le prix des importations américaines n'influe pas sur l'indice des prix à la consommation (CPI), et donc que ce sont essentiellement des facteurs temporaires qui modèrent l'inflation, les performances comparées de différents indices de prix révèlent, au contraire, la pression exercée par la baisse du prix des importations. Le CPI est considéré aujourd'hui comme un indicateur d'inflation moins pertinent que par exemple l'indice de prix des achats intérieurs bruts ou l'indice de prix du PIB. Ainsi, entre 1997 et 1998, le ralentissement du rythme de croissance de ces deux derniers indices est plus important que celui du CPI, qui perd moins d'un point de croissance contre un point pour les déflateurs. L'impact direct de la baisse du prix des importations se fait sentir sur le prix des achats intérieurs bruts alors que son impact indirect (absence de marge de manœuvre des entreprises pour augmenter leurs prix) se fait sentir sur le prix du PIB. Ces différents éléments poussent à une accélération modérée de l'inflation sur l'horizon de prévision (1,8 % en moyenne annuelle en 1999 et 2,3 % en 2000)[6].

*5. Etats-Unis : productivité horaire du travail **



* Les gains de productivité sont mesurés à partir de la valeur ajoutée par branche et à partir du PIB pour l'ensemble de l'économie. Ils sont donc différents des chiffres officiels du *Bureau of Labor Statistics*, fondés sur la production sectorielle.

Sources : *Department of Commerce, Department of Labor*.

5. Geoffrey M.B. Tootell, 1998 : « Globalization and US Inflation », *New England Economic Review*, juillet-août.

6. Les modifications prévues par le BLS pour 1999 devraient réduire automatiquement l'inflation de 0,2 point.

Compte tenu de la très bonne orientation de l'ensemble des indicateurs conjoncturels, en particulier de l'indicateur avancé, la probabilité est forte pour que la croissance américaine reste encore vigoureuse durant la première moitié de l'année 1999. Le scénario retenu ici repose donc sur la capacité de l'économie américaine à perpétuer le mouvement de croissance auto-entretenue avant de revenir vers un rythme de croissance plus proche du potentiel du fait d'un essoufflement de la demande intérieure. La politique monétaire devrait jouer un rôle important dans cette évolution en maintenant un biais au départ plutôt restrictif[7] : le maintien à leur niveau actuel des taux d'intérêt nominaux laisserait les taux d'intérêt réels à un niveau relativement élevé en 1999 avant de diminuer en 2000 par le biais de l'inflation. Les taux longs pourraient retrouver d'ici la fin de l'an 2000 un niveau proche de 6 %, ne rendant qu'un peu plus difficiles les conditions d'accès au crédit. La disparition progressive de l'effet de richesse en ligne avec une évolution plus rationnelle de la Bourse freinerait également les dépenses, mais la progression des revenus permettrait d'éviter leur contraction. Compte tenu des tensions présentes et à venir qui existent sur le marché du travail, les salaires continueraient de progresser à un rythme proche de 4 % en glissement. La croissance de l'emploi s'infléchirait, contrainte par la raréfaction de la main-d'œuvre, sans trop peser sur la productivité et les profits des entreprises. L'incitation à investir devrait donc rester forte. La pénétration des importations pourrait se modérer, induisant une utilisation plus intensive des capacités de production domestiques. Les exportations renoueraient avec des rythmes de croissance légèrement inférieurs à ceux qui prévalaient avant la crise asiatique à partir de la fin de l'année 1999, pâtissant d'ici là d'une demande adressée peu dynamique. La croissance du PIB atteindrait ainsi 3,5 % en 1999, s'infléchirait à 2,8 % en glissement au quatrième trimestre 1999, pour atteindre 2,6 % en moyenne annuelle en 2000[8].

Dans ce scénario de référence, les risques latents qui pèsent sur la croissance américaine ne se concrétisent pas. Dans le cas contraire, où la bulle boursière éclaterait, du fait par exemple d'un retrait massif des capitaux extérieurs ou d'une contraction plus importante des profits des entreprises révélant la surévaluation du marché, la dégradation des conditions de croissance serait brutale et un scénario proche de celui déroulé lors de la précédente prévision, c'est-à-dire incluant une récession nette, serait plus réaliste.

7. Ce que ne révèle pas la forte croissance des agrégats monétaires M2 et M3. Celle-ci reflète une réduction du coût d'opportunité de la détention de monnaie : les taux d'intérêt sur les titres publics ont plus baissé que les taux d'intérêt sur les dépôts et sur les SICAV monétaires inclus dans M2, drainant ainsi des fonds vers l'agrégat. De plus, les turbulences financières de l'automne ont vraisemblablement fait prendre conscience à certains ménages de la trop grande importance des actions dans leur patrimoine, entraînant une réallocation vers des supports plus sûrs et plus liquides.

8. L'impact éventuel de la crainte du *bug* de l'an 2000 sur les comportement de stockage et de consommation n'est pas intégré dans le compte central. Un chiffrage sommaire aboutit à modifier le profil de croissance au tournant 1999-2000, avec un quatrième trimestre 1999 proche de 1,5 % et un premier trimestre 2000 juste supérieur à 0 %. La moyenne annuelle n'est pas modifiée.

17. Etats-Unis : résumé des prévisions

	Niveaux 1997 mrds de $ 1992	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		1998				1999				2000				1997	1998	1999	2000
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Consommation des ménages	4 913,5	1,5	1,5	1,0	1,1	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	3,4	4,9	3,7	2,3
Dépenses publiques	1 285,1	– 0,5	0,9	0,4	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,3	1,0	1,8	1,0
FBCF totale	1 142,2	4,8	3,2	0,4	3,5	2,9	2,0	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	8,5	11,5	9,2	4,6
dont : – logement	282,8	3,7	3,6	2,4	2,5	2,5	1,8	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,5	10,4	9,1	4,5
– hors logement	859,4	5,2	3,1	– 0,2	3,8	3,0	2,0	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	10,7	11,9	9,3	4,6
Exportations de biens et services	970,0	– 0,7	– 2,0	– 0,7	4,7	0,5	1,0	1,2	2,0	1,8	2,2	2,0	2,5	12,8	1,5	5,0	7,7
Importations de biens et services	1 106,1	3,7	2,3	0,6	3,0	2,5	1,8	1,3	1,4	1,1	1,3	1,2	1,2	13,9	10,6	8,2	5,2
Variations de stocks, en mrds de $ 1992	63,2	22,9	9,6	13,9	12,0	11,3	10,0	8,8	8,8	7,5	7,5	7,5	7,5	63,2	58,3	38,8	30,0
PIB	7 269,8	1,4	0,5	0,9	1,5	0,8	0,7	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6	0,7	3,9	3,9	3,5	2,6
Prix à la consommation		0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	2,3	1,6	1,8	2,3
Solde courant, en points de PIB		– 2,5		– 3,0		– 2,9		– 3,1		– 3,2		– 3,3		– 1,9	– 2,7	– 3,0	– 3,2

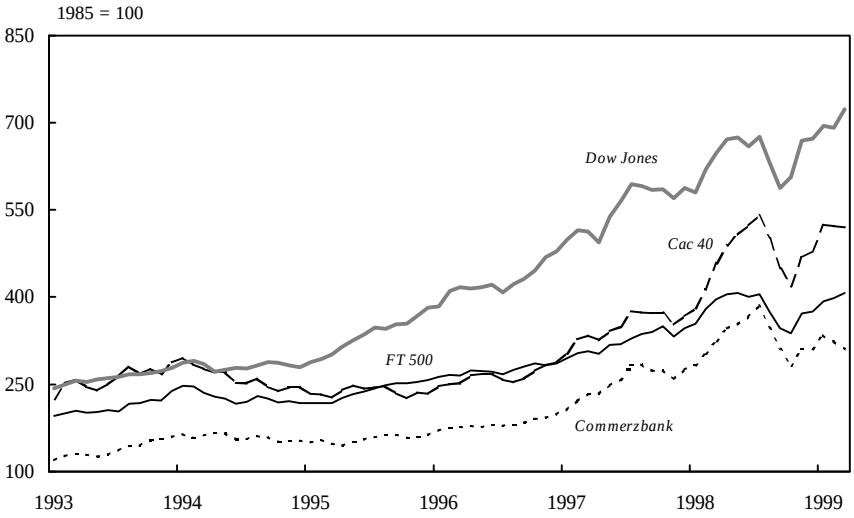
* A l'exception des lignes « variations de stocks » et « solde courant ».

Sources : Département du commerce — Comptes nationaux, BLS, prévisions OFCE.

L'impact d'une chute de la Bourse américaine

L'indice Dow Jones a passé la barre des 10 000 points au cours du mois de mars, ce qui représente une hausse de 33 % depuis septembre 1998 (graphique 6). Cette nouvelle envolée des cours des actions a relancé le débat sur le risque d'une correction boursière importante et ses répercussions sur l'activité. L'évolution du prix des actions au cours des années 1990 reflète une déconnexion croissante entre les marchés financiers et l'économie réelle. Ainsi, le PIB américain (en valeur) a crû à un rythme moyen annuel de 5 % depuis 1991, tandis que les profits des entreprises ont augmenté en moyenne de 10 % par an et le cours des actions de 17 %. Les PER (*price earning ratio*, soit la capitalisation boursière rapportée aux profits) ont atteint des niveaux historiquement élevés, et même extravagants dans certains secteurs d'activité. Les indicateurs traditionnels utilisés pour juger de la conformité de l'évolution du prix des actifs boursiers à une régularité de long terme (PER, primes de risque entre actions et obligations, q de Tobin[9]) laissent supposer que les actions sont actuellement surévaluées de l'ordre de 20 à 30 %[10]. Tout se passe comme si la Bourse avait été prise dans une bulle financière : sa hausse s'expliquait au départ par le creusement de l'écart entre taux de croissance des profits et taux d'intérêt; elle a été prolongée par l'afflux des acheteurs attirés par les plus-values, afflux qui a engendré

6. Indices boursiers



Source : *Financial Times.*

9. Le q de Tobin est défini comme le rapport entre la valeur de l'entreprise et la valeur de son capital au coût de remplacement.

10. Voir O. Passet, 1999 : « Menace américaine sur l'équilibre financier mondial », *Revue de l'OFCE*, n°68, janvier 1999.

une nouvelle hausse et de nouvelles plus-values. Celles-ci ne seraient donc pas extrapolables à l'infini.

Cette surestimation probable du cours des actions suggère le risque d'un retournement boursier, dont il est cependant difficile d'anticiper la datation et l'ampleur. Nous nous proposons ici d'estimer les conséquences sur l'activité économique d'une correction boursière de 20 %, c'est-à-dire de l'ordre de la surévaluation.

Les canaux de transmission à l'activité économique

La hausse du cours des actions constitue un argument explicatif important de l'évolution de l'activité économique récente. La croissance de l'économie américaine a été en grande partie alimentée par la hausse des dépenses de consommation permise par la valorisation du patrimoine financier des ménages. L'impact d'une variation du prix des actions, élément le plus volatil de la richesse financière des ménages, sur la consommation est traité ici comme un effet de richesse, c'est-à-dire une réaction des consommateurs à une variation inattendue de leur richesse. Ce mécanisme s'intègre dans la conception du modèle de cycle de vie des ménages. Dans l'hypothèse du revenu permanent ou du cycle de vie, les ménages décident de leur comportement de consommation en fonction de leur revenu moyen sur long terme (revenu permanent), c'est-à-dire du revenu disponible courant, des anticipations d'évolution du revenu et de leur richesse. Un ménage reçoit un revenu disponible, qui généralement croît avec les années d'ancienneté et retombe au moment de la retraite au niveau de la pension versée. Cette anticipation d'évolution du revenu définit un niveau de revenu permanent en fonction duquel le ménage élabore un plan de consommation et les périodes où il doit augmenter son épargne par exemple pour se constituer un revenu pour la retraite. Une augmentation inattendue de la richesse augmente le niveau du revenu permanent, relâche la contrainte de ressources, permet de réduire l'épargne nécessaire au plan d'accumulation d'actifs désiré, et ainsi d'augmenter les dépenses de consommation.

En particulier, une augmentation de la richesse financière des ménages engendrée par une hausse de la valeur des actions permet une augmentation de leurs dépenses. Cet effet est particulièrement prononcé dans des pays où les agents épargnent pour leur retraite par des systèmes par capitalisation : la hausse de la Bourse réduit fortement l'épargne nécessaire pour avoir un certain niveau de patrimoine à 65 ans. Cet effet joue même si les plus-values ne sont pas réalisées, mais seulement latentes : la baisse de l'épargne se fait par moindres achats de titres et non par ventes de titres.

Par ailleurs, une hausse du prix des actions impulse les dépenses d'investissement des entreprises, puisque le coût du capital est plus faible et les ratios d'endettement améliorés. De plus, si les employeurs participent

à un système de retraite à prestations définies, les plus-values boursières permettent de réduire leurs versements aux fonds de pension, et ainsi d'augmenter leurs profits. Ce dernier effet s'est cependant réduit au cours des années précédentes, les contributions des entreprises aux fonds de pensions s'effectuant de plus en plus vers des fonds à cotisations définies. Un autre canal de transmission passe par la fiscalité : quand les plus-values boursières sont réalisées, elles sont taxées, donc améliorent le solde public.

D'autres connexions entre la sphère boursière et l'économie réelle sont parfois évoquées. D'une part, dans le cas d'une baisse du prix des actions, face à une dépréciation de leur situation financière, les entreprises vont essayer de rapidement rationaliser leur appareil de production pour restaurer leur profitabilité. Le travail et les salaires sont alors deux variables possibles pour ces ajustements, ce qui se traduit par une diminution du revenu des ménages. D'autre part, le prix des actions est un indicateur avancé de l'activité économique. La forte corrélation entre la croissance de la consommation privée et les gains boursiers retardés semble s'expliquer principalement par le fait que les prix des actions augmentent (diminuent) par anticipation d'une forte (faible) activité économique, et donc également d'une consommation plus (moins) dynamique[11].

La richesse financière des ménages

La capitalisation boursière est d'une ampleur radicalement différente aux États-Unis et en Europe. Elle représentait, en 1997, 7800 milliards de dollars, soit 96 % du PIB aux États-Unis, contre seulement un peu plus de 40 % du PIB en France. Par ailleurs, autre différence structurelle importante, un quart des ménages américains possède des actions tandis que, en France, seulement un ménage sur huit en détient. L'impact d'une variation des cours boursiers retenu ici est un choc sur la consommation privée au travers d'un effet de richesse. Cet effet est particulièrement important aux États-Unis où la forte progression des cours boursiers a permis un doublement du patrimoine financier net des ménages au cours des dix dernières années. Globalement, la moitié du patrimoine financier net des ménages américains est composée d'actifs générateurs de plus-values (actions, assurance vie, OPCVM)[12]. La part est équivalente au Royaume-Uni, contre un peu plus d'un tiers en France et environ 10 % en Allemagne.

11. C'est la principale conclusion de J. Poterba et A. Samwick, 1995 : « Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2), qui ne parviennent pas à mettre en évidence un effet de richesse significatif aux Etats-Unis.

12. En 1997, la richesse nette des ménages américains atteignait 520 % de leur revenu disponible brut, contre 430 % en France. Voir l'article de H. Baudchon et V. Chauvin, cité précédemment.

Quelques études ont testé la réaction de la consommation privée à une variation du cours des actions. Certains travaux testent directement l'impact des plus-values boursières; ils obtiennent des résultats non concluants. D'autres cherchent à mesurer l'impact du niveau de richesse financière sur la consommation[13]. Les résultats obtenus font état d'une propension des ménages à consommer leur richesse financière comprise entre 0,03 et 0,2, les coefficients les plus faibles ayant été obtenus en Allemagne et les plus forts aux États-Unis. Il faut toutefois noter que les résultats des tests d'un effet de richesse sont souvent peu robustes; les valeurs des propensions obtenues varient beaucoup en fonction de la période et de la méthode d'estimation.

Hypothèses retenues

Nous retenons une propension à consommer la richesse financière des ménages de 0,2 pour les États-Unis, 0,1 pour le Royaume-Uni et 0,05 pour la France et l'Allemagne. Nous faisons en outre l'hypothèse de symétrie de réaction de la consommation à une baisse des cours boursiers. On trouve parfois la thèse selon laquelle une période de baisse du prix des actifs boursiers a davantage de répercussions sur l'économie réelle qu'une période de valorisation. Toutefois, cette plus grande sensibilité des agents économiques à la baisse n'a pas de fondement empirique.

Nous souhaitons par la suite estimer l'impact d'un retournement des cours boursiers de 20 %. Nous présentons pour cela un ensemble de simulations à l'aide du modèle multinational MIMOSA[14] illustrant l'impact d'une réduction de la consommation privée liée à cette correction boursière.

Impact d'une dépréciation des actifs boursiers aux États-Unis

Dans la première simulation, le choc a été uniquement appliqué aux États-Unis. C'est dans ce pays que les craintes de surévaluation de la Bourse sont les plus fondées. On suppose que la Bourse diminue de 20 % et que les autorités monétaires réagissent au moment du choc en abaissant les taux d'intérêt de 50 points de base. L'impact sur l'activité est important et rapide (tableau 18). La répercussion sur la croissance du PIB est maximale la deuxième année aux États-Unis et la troisième année en Europe. Ainsi, l'activité serait amputée de 1,1 % aux États-Unis et de 0,7 % en Europe l'année succédant celle du choc.

13. Voir S. Ludvigson et C. Steindel, 1998 : « How Important is the Stock Market Effect on Consumption ? », *Research Papers*, Federal Reserve Bank of New York, n° 9821. Voir également M.C. Marchesi, 1998 : « Bourse et effets de richesse : quelles peuvent être les conséquences réelles des mouvements boursiers récents ? », *Modèles & Diagnostics* n° 6-7.

14. Le modèle est utilisé dans sa version à taux de change et taux d'intérêt endogènes en régime d'UEM.

18. Impact d'une correction boursière de 20 % aux Etats-Unis

Écart au compte central

	1re année	2e année	3e année
PIB (en %)			
États-Unis	– 0,7	– 1,1	– 1,1
Union européenne	– 0,4	– 0,7	– 0,8
OCDE	– 0,5	– 0,8	– 0,9
Prix à la consommation (en %)			
États-Unis	0,0	– 0,2	– 0,7
Union européenne	– 0,1	– 0,2	– 0,4
Balance courante (en milliards de $)			
États-Unis	17	31	37
Union européenne	– 5	– 7	– 12
OCDE	9	15	13
Chômage (en points)			
États-Unis	0,3	0,6	0,8
Union européenne	0,1	0,3	0,4
Solde public (en points de PIB) (1)			
États-Unis	– 0,2	– 0,3	– 0,2
Union européenne	– 0,1	– 0,2	– 0,3
Taux d'intérêt à court terme (en points)			
États-Unis	– 0,7	– 1,2	– 1,6
Royaume-Uni	– 0,3	– 0,5	– 0,8
Zone euro	– 0,2	– 0,3	– 0,5
Taux de change (en %) (2)			
Royaume-Uni	– 1,8	– 2,3	– 2,5
Zone euro	– 1,7	– 2,1	– 2,2

(1) La réduction du solde public ne comprend pas les pertes fiscales liées à de moindres plus-values.
(2) Un signe – signifie une appréciation vis-à-vis du dollar.

Source : modèle MIMOSA, OFCE.

Aux États-Unis, la correction boursière réduit le taux de croissance de l'économie de 0,75 point dès la première année. Ce ralentissement notable tient à l'importance des effets de richesse et aux effets de bouclage pris en compte par le modèle. Le fort ralentissement de la consommation des ménages conjugue l'effet direct à l'effet de la réduction de la croissance du revenu. En effet, l'emploi s'ajuste rapidement au moindre dynamisme de l'activité, ce qui a un impact restrictif sur le revenu. De plus, la hausse du taux de chômage est importante, ce qui accentue encore l'augmentation du taux d'épargne des ménages.

Par contre, une activité moins soutenue permet une détente supplémentaire des taux d'intérêt, ce qui a un effet positif sur la demande. La baisse des taux d'intérêt est toutefois limitée la première année (– 0,66 %, comprenant la baisse initiale de 0,5 %). Elle s'accentue ensuite, pour atteindre 1,6 % la troisième année, ce qui compense en partie la contraction de la demande, en stimulant la consommation et participant à un rattrapage à plus longue échéance de la réduction initiale de l'investissement productif. Le commerce extérieur contribue positivement à la croissance. La dépréciation du dollar permet en effet une croissance plus soutenue des exportations, tandis que celle des importations ralentit en liaison avec l'affaiblissement de la demande intérieure et l'augmentation des prix à l'importation.

L'impact sur l'activité européenne passe essentiellement par une réduction des exportations, causée par la dépréciation du dollar et la baisse de la demande américaine.

Impact d'une correction des cours boursiers aux États-Unis et en Europe

Il est peu probable que les marchés boursiers européens soient épargnés si les prix des actions baissent de 20 % aux États-Unis. Nous supposons une dépréciation des actifs financiers en Europe de la même ampleur. Nous supposons qu'un tel choc s'accompagne d'un assouplissement de la politique monétaire de 50 points de base aux États-Unis et de 25 points de base en Europe.

L'impact sur la croissance du PIB aux États-Unis (tableau 19) est sensiblement plus marqué que dans le cas de la première variante. La dépréciation du dollar permet toujours une croissance plus soutenue des exportations dès la deuxième année suivant le choc. Toutefois, la baisse du dollar est moins forte que dans la simulation précédente et la contribution du commerce moindre. Les conséquences du choc boursier en Europe sont globalement semblables à celles observées avec la simulation où le choc ne touche que les États-Unis. Cette similitude masque la conjugaison d'effets antagonistes et une répartition différente de l'impact récessif entre les pays.

19. Impact d'une correction boursière de 20 % aux Etats-Unis et en Europe

Ecart au compte central

	1re année	2e année	3e année
PIB (en %)			
États-Unis	– 0,8	– 1,1	– 1,2
Allemagne	– 0,4	– 0,7	– 0,8
France	– 0,3	– 0,6	– 0,6
Royaume-Uni	– 0,3	– 0,7	– 0,8
Union européenne	– 0,4	– 0,7	– 0,8
OCDE	– 0,5	– 0,8	– 1,0
Prix à la consommation (en %)			
États-Unis	0,0	– 0,3	– 0,7
Allemagne	– 0,1	– 0,2	– 0,4
France	0,0	0,0	0,0
Royaume-Uni	– 0,2	– 0,7	– 1,4
Union européenne	0,0	– 0,2	– 0,4
Balance courante (en milliards de $)			
États-Unis	17	30	36
Allemagne	– 2	– 3	– 5
France	0	– 1	– 2
Royaume-Uni	– 1	– 1	– 2
Union européenne	– 4	– 6	– 10
OCDE	10	16	14
Chômage (en points)			
États-Unis	0,3	0,7	0,8
Allemagne	0,2	0,4	0,4
France	0,1	0,2	0,3
Royaume-Uni	0,1	0,2	0,4
Union européenne	0,1	0,3	0,4
Solde public (en points de PIB) (1)			
États-Unis	– 0,1	– 0,3	– 0,3
Union européenne	– 0,1	– 0,2	– 0,2
Taux d'intérêt à court terme (en points)			
États-Unis	– 0,7	– 1,2	– 1,6
Royaume-Uni	– 0,4	– 0,8	– 1,3
Zone euro	– 0,3	– 0,5	– 0,6
Taux de change (en %) (2)			
Royaume-Uni	– 1,8	– 2,3	– 2,4
Zone euro	– 1,0	– 1,4	– 1,4

(1) La réduction du solde public ne comprend pas les pertes fiscales liées à de moindres plus-values.
(2) Un signe – signifie une appréciation vis-à-vis du dollar.

Source : modèle MIMOSA, OFCE.

Le Royaume-Uni est le principal pays où l'impact négatif est sensiblement plus fort que dans le cas de la première variante. Ce résultat n'est pas étonnant, puisque c'est aussi le pays européen où les effets de richesse sont les plus importants, la part de la richesse financière des ménages détenue sous forme d'actions étant voisine de celle observée aux États-Unis. A cet effet s'ajoutent une augmentation du taux d'épargne et l'impact de la baisse du revenu des ménages en raison des pertes d'emplois liées à l'affaiblissement de la croissance de l'activité.

En France et en Allemagne, l'effet restrictif est plus modéré. La détente initiale de la politique monétaire amortit rapidement le retrait de la consommation dû à la réduction de la richesse financière. De surcroît, par rapport à la précédente simulation, la plus forte contraction de la demande intérieure est compensée par un ralentissement moins prononcé des exportations, en raison d'un dollar légèrement plus fort.

Une dépréciation des actifs boursiers de 20 % aux États-Unis et en Europe, couplée à une détente immédiate des taux d'intérêt, ampute le niveau du PIB de l'OCDE[15] de plus d'un demi-point la première année et d'un point au total sur trois ans. L'affaiblissement de la croissance est plus important aux États-Unis, dont l'économie perd 0,8 % de croissance la première année. Ce résultat était attendu, puisque la structure du marché boursier y est différente et la contraction des dépenses des ménages y est plus prononcée. En Europe, les répercussions d'un choc boursier et d'un repli de la consommation sont nettement atténuées par le desserrement monétaire qui modère l'effet négatif sur la croissance.

15. Ces estimations ne tiennent compte que du seul impact de l'effet de richesse ; en effet, une propagation de l'ajustement boursier à l'investissement pourrait entraîner un plus important ralentissement de l'activité.

Japon : reprise en main publique

Le Japon s'est enfoncé dans la récession tout au long de 1998. Au quatrième trimestre 1998, après quatre trimestres consécutifs de baisse, la croissance était encore négative de 0,8 % selon les premières estimations de l'Agence de planification économique. L'investissement privé, résidentiel et productif, et les exportations nettes contribuent le plus fortement à cette baisse. Quelques éléments de stabilisation commencent néanmoins à poindre au tournant de 1998-1999 (graphique 7). La production manufacturière a stoppé son repli depuis le milieu de l'année et semble légèrement orientée à la hausse depuis le début 1999. Si le commerce de détail demeure toujours atone, les immatriculations automobiles reprennent depuis décembre, propulsées par un nouvel engouement pour les petits modèles. Les chiffres de février conduisent néanmoins à considérer ce mouvement avec prudence. Les commandes de biens d'équipement et les mises en chantier résidentiel, qui indiquent avec un ou deux trimestres d'avance l'orientation de l'investissement productif et de l'investissement en logements, ont cessé leur repli depuis le milieu de l'été 1998. Le rebond du volume des exportations de marchandises en décembre et janvier peut laisser entrevoir un impact positif de l'amélioration du commerce intra-asiatique. Par ailleurs le mouvement de résorption des excédents de stocks de produits finis est maintenant bien entamé depuis l'été et laisse augurer une meilleure tenue de la production industrielle.

7. Japon : indicateurs simultanés et avancés de demande privée

Source : Banque du Japon.

Si cette stabilisation se confirmait et si le PIB restait stable à partir du quatrième trimestre, le Japon afficherait une croissance de – 0,9 % en 1999. Le Consensus n'est pas très éloigné de ce diagnostic puisqu'il situe à – 0,9 % la croissance en 1999 et + 0,2 en 2000. Le point de vue le plus répandu est qu'aucun moteur privé n'est susceptible de remorquer une reprise d'ici deux ans, compte tenu notamment du niveau où se situait le yen en février. Le gouvernement a certes mis en œuvre un plan volontaire de recapitalisation du secteur bancaire, mais ses effets pour atténuer le *credit crunch* qui paralyse l'activité sont supposés être diffus dans le temps. Le sentiment le plus largement répandu est au mieux celui d'une stagnation de l'activité. Certains éléments récents amènent cependant à reconsidérer ce point de vue. Le redressement sensible des cours boursiers depuis la première semaine de mars indique d'ailleurs que l'optimisme gagne du terrain. Plusieurs éléments y contribuent :

— Le retour du yen vers une parité comprise entre 120 et 124 yens pour 1 dollar depuis la mi-février alors qu'il avait flirté avec le niveau de 100 yens pour un dollar à plusieurs reprises en début d'année allège la contrainte qui pesait sur les entreprises. Le yen semble donc revenir à un niveau plus conforme à ce qui était attendu il y a un an. Ses embardées à la baisse puis à la hausse au cours de 1998 trouvent en partie leur explication dans la prise puis le dénouement des positions sur les pays émergents : emprunts de yens à bas taux, convertis en dollars, puis rachat de yens pour rembourser ces emprunts au moment du repli des investisseurs. Cet argument technique doit aussi être complété par l'arbitrage de certains investisseurs en faveur des titres en yens au moment ou ces derniers semblaient avoir touché un point bas.

— Les récentes initiatives du gouvernement nippon montrent, d'autre part, que le plan de 30 000 milliards de yens[16] de soutien aux banques (13 000 milliards) et de protection des déposants (17 000 milliards) voté en février 1998, n'est pas resté lettre morte. Le conseil d'examen et de gestion de la crise bancaire mis en place l'an dernier a approuvé le 8 mars 1999 l'injection de 7 450 milliards de yens de fonds publics dans les 15 plus grandes banques japonaises. L'injection de ces fonds, prévue courant mars, doit permettre l'élimination immédiate de 9 300 milliards de créances douteuses et une très nette amélioration des ratios de capitalisation (de 8-9 % actuellement à 9,5-15 % en avril). Cette annonce a entraîné la disparition de la prime de risque subie par les banques japonaises sur le marché bancaire international. Si les entreprises indiquent toujours être contraintes sur le crédit (enquête *Tankan* de la Banque du Japon) au premier trimestre de 1999, le nombre de faillites est par contre en très net repli (de l'ordre d'un tiers) entre décembre et mars, par rapport à l'an dernier.

— Enfin, le gouvernement, après avoir annoncé en avril puis fait voter fin mai 1998 par la Diète une première enveloppe d'investissement

16. Il s'agissait d'un plafond maximal, relevé durant l'été.

supplémentaire et de réduction d'impôts de l'ordre de 16700 milliards de yens, soit l'équivalent de 3,4 % du PIB de 1998, a donné une orientation franchement expansionniste à sa politique budgétaire en fin d'année 1998. Le plan d'avril, mis en œuvre à partir du troisième trimestre, a été suivi par l'annonce d'un deuxième plan de 23900 milliards de yens (4,8 % du PIB). De plus, le gouvernement a adopté une directive destinée à concentrer 81 % des contrats d'investissement public programmés dans le budget initial avant le mois d'octobre 1998. Cette mesure, passée plus inaperçue, revenait à prendre à contre-courant l'orientation restrictive initialement affichée en 1998. Par ailleurs, contrairement à ses annonces du début de l'année, la Banque du Japon refinance largement les titres publics émis, tempérant par sa politique quantitative les tensions qui pointaient sur les taux longs de décembre à février.

Les mesures budgétaires ont cependant été jusqu'ici reçues avec scepticisme. Le commentaire le plus courant est de n'accorder presque aucun crédit à des dispositifs dont l'efficacité est jugée décevante sur le passé et d'émettre des doutes sur leur réalisation. Cette position a le mérite de rallier les opposants et les partisans de la relance budgétaire. Les premiers soulignent le caractère ricardien de l'économie nipponne : le déficit tue la dépense car les ménages anticipent un alourdissement futur de la fiscalité. Les seconds préfèrent mettre en doute la réalisation des plans annoncés compte tenu de leur impact décevant sur la croissance. De façon plus générale, la complexité de la procédure budgétaire nipponne, particulièrement opaque, où l'enchevêtrement des plans combine des mesures acquises à des mesures nouvelles, peut conduire à des erreurs d'appréciation. C'est ainsi que certains plans, qui sur le passé n'étaient conçus que pour compenser ou atténuer l'épuisement des crédits des précédents collectifs, ont pu sembler ne pas se matérialiser ou produire des effets décevants.

Pourtant des doutes presque aussi grands avaient accueilli la succession de trois plans de relance de février 1994 à septembre 1995 (tableau 20). Certains retards de mise en œuvre en avaient concentré tous les effets sur le second semestre de 1995 et le premier semestre de 1996. Le rebond de la croissance de 1,4 % en 1995 à 5,2 % en 1996, qui a déjoué toutes les prévisions, suggère que même si l'on doute de l'efficacité de long terme de ces mesures, il ne faut pas en négliger l'impact de court terme. Cette période comporte de nombreuses similitudes avec la période présente : concentration de la mise en œuvre des contrats publics, et superposition de mesures de baisses d'impôt et d'investissement public additionnel.

Surtout, l'analyse des comptes du Trésor montre que les collectifs budgétaires japonais ne relèvent pas d'un simple effet d'annonce dont il faudrait négliger l'impact réel. La superposition de deux mesures de baisses d'impôt de 2 trillions de yens en février 1998, puis mai 1998 se traduit bien par une baisse qui semble voisiner 4 trillions de yens en

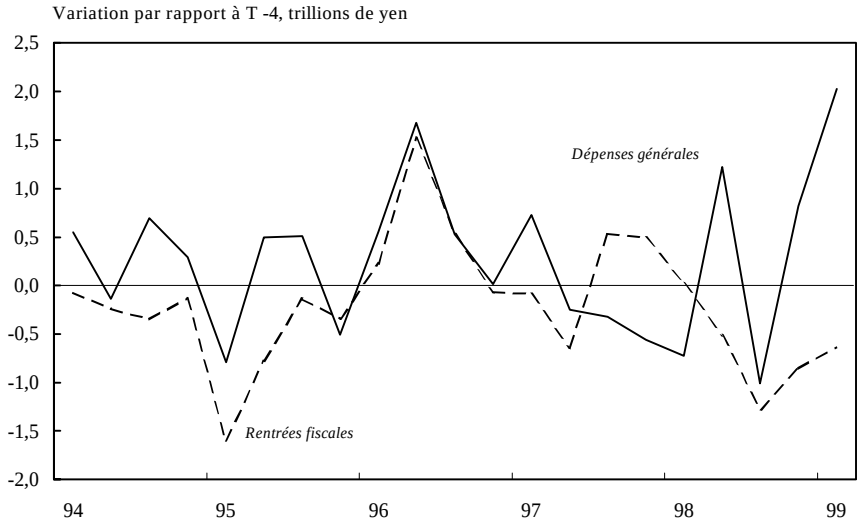
rythme annuel des rentrées fiscales depuis le milieu de l'année. Quant aux dépenses engagées par le Trésor, elles ont clairement pris une tournure expansionniste au tournant de 1998 et 1999 (graphique 8). Les contrats publics dans le bâtiment qui sont un indicateur avancé de l'investissement public confirment bien que le premier collectif d'avril est en train de se concrétiser (graphique 9). Les mises en chantier laissent augurer un passage à vide de l'investissement public au premier trimestre, mais qui ne sera que transitoire, puisque la prise de relais par le second plan de stimulation devrait s'opérer à partir du deuxième trimestre 1999.

Au total le déficit des administrations publiques devrait se creuser de plus de 5 points de PIB entre 1997 et 1999 et voisiner 10 % du PIB en 1999 et 2000. L'impulsion discrétionnaire serait de 2 à 3 points de la mi-1998 à la mi-1999. Le gouvernement a prévu que l'impulsion serait maintenue en 2000 aux niveaux de 1999, ce qui signifie que les collectifs précédemment adoptés seront relayés pour éviter un repli de l'investissement public.

L'ensemble des mesures de politique budgétaire devraient permettre à l'économie nipponne d'échapper à un nouveau taux de croissance négatif en 1999. L'impact direct du surcroît d'investissement public (en hausse de plus de 10 % entre 1998 et 1999), devrait être de l'ordre de 0,8 point de PIB. La baisse de la fiscalité devrait procurer un demi-point de consommation supplémentaire. Par ailleurs, les mises en chantier qui paraissent aujourd'hui avoir touché un point bas devraient être stimulées par les incitations fiscales et l'accroissement des dotations budgétaires consenties à la *Housing Loan Corporation* (principal organisme financier public spécialisé dans le logement). Le premier trimestre 1999 devrait marquer la fin du repli de l'activité, mais les indicateurs avancés permettent pour l'heure de pronostiquer au mieux une stagnation de l'activité. Les deuxième et troisième trimestres devraient renouer avec des taux de croissance nettement positifs (de l'ordre de 1 % par trimestre) qui proviennent essentiellement de l'impact direct des mesures budgétaires, d'une plus grande vigueur des exportations et de l'arrêt du déstockage. La reprise de l'investissement en logement est essentiellement le fruit de l'élargissement des financements d'origine publique, à l'instar de 1995. L'investissement privé n'est pas supposé en revanche relayer cette impulsion, les efforts de restructuration freinant le mécanisme traditionnel d'accélération. Le même phénomène freine la distribution de revenus supplémentaires aux ménages et les créations d'emplois. Néanmoins, la fin de la baisse des heures supplémentaires rémunérées, une meilleure tenue des profits, qui influe sur les primes (bonus), et les effets des allégements fiscaux devraient permettre une légère expansion du revenu disponible et de la consommation. La croissance de 2,5 % du PIB en 2000 relève principalement des acquis de 1999. En rythme trimestriel, la croissance devrait ralentir en même temps

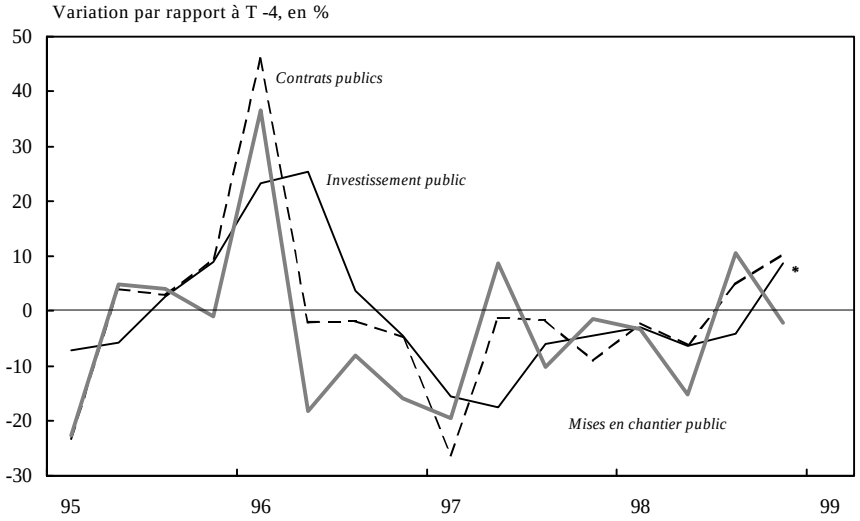
que la dépense publique tendrait à stagner. Ce retour de la croissance à une tendance de moins 2 % est un scénario bas, qui suppose que la politique budgétaire n'a guère d'effet d'entraînement.

8. Variations des recettes et des dépenses générales du Trésor japonais



Source : Banque du Japon.

9. Japon : indicateurs d'investissement public



* Première estimation officielle.

Source : Banque du Japon.

20. Programmes de relance publique au Japon depuis 1992

En milliers de milliards de yens

	Travaux publics et aide à l'investissement					Baisses d'impôt	Divers	Total
	Total	Gouvernement central	Aide aux catastrophes	Collectivités locales	Construction et équipement			
28 août 1992	6,25	3,40	0,50	0,55	1,80		4,45	10,70
13 avril 1993	7,62	3,64	0,53	1,15	2,30	0,15	5,43	13,20
16 septembre 1993	1,95	1,00	0,45		0,50		4,20	6,20
8 février 1994	4,50	3,59		0,61	0,30	5,85	4,90	15,30
14 avril 1995	1,08	0,21	0,72	0,15			3,54	4,60
20 septembre 1995	6,54	3,93	0,70	0,91	1,00		6,27	12,80
24 avril 1998	7,70	4,50	0,20	1,50	1,50	4,60	4,35	16,70
Plan annoncé le 16 novembre 1998	8,10					6,30	9,50	23,90
Mise en œuvre :								
3e budget supplémentaire de 1998	9,60	3,95	0,50	2,80	2,44		3,70	26,00
Budget initial 1999		0,50			2,90	9,30		

Sources : MOF, *Nikkei Weekly*.

1. Plan de relance de novembre 1998

Le gouvernement japonais a annoncé dans un intervalle de temps très rapproché deux plans de relance massifs, d'un montant record par rapport aux précédents programmes qui se succèdent depuis 1992. Le premier, représentant une enveloppe de 16 700 milliards de yens, a été adopté en Conseil des ministres le 24 avril 1998 puis a été voté par la Diète à la fin mai 1998. Il a commencé à être appliqué en juin. Un second train de mesures a été annoncé lors du Conseil des ministres du 16 novembre, pour une enveloppe de 23 900 milliards de yens.

La charge de ces plans, qui sont conçus comme des lois cadre, se répartit entre trois entités : le gouvernement central, les collectivités locales et le programme budgétaire d'investissement et de prêt (PBIP), qui collecte et mobilise l'épargne publique.

La réalisation de ces programmes nécessite donc une étape législative préalable :

— Concernant la charge afférant au gouvernement central, elle nécessite l'adoption d'un collectif budgétaire.

— Certaines mesures peuvent être intégrées dans le projet de budget initial de l'année suivante, lorsqu'il n'est pas déjà voté. C'est le cas de la baisse de 4 000 milliards des impôts sur les ménages prévue dans le plan d'avril, qui a donné lieu à une remise d'impôt forfaitaire de 2 000 milliards pour l'année fiscale 1998, adoptée lors d'un premier collectif en mai. Les 2 000 milliards restants devaient être incorporés dans le budget initial de 1999.

— La charge afférant aux collectivités locales donne lieu à un vote global, mais le contrôle de la réalisation est plus incertain.

— Concernant le PBIP, l'augmentation de ses crédits est annexée en général aux lois de finance initiales ou supplémentaires.

Cet aspect législatif permet de s'assurer que les dépenses sont effectivement affectées et programmées. Les atermoiements législatifs avaient au milieu des années 1990 énormément contribué aux retards d'exécution. Les plans d'avril et de novembre ont de ce point de vue été intégralement ventilés et soumis au vote du Parlement avec des délais extrêmement courts. Concernant l'essentiel des dépenses, le programme de novembre a fait l'objet d'un collectif budgétaire soumis d'urgence à la Diète le 27 novembre. Ce dernier avait pour but d'autoriser l'engagement des dépenses nouvelles et d'en couvrir le financement par l'émission d'obligations. Le volet fiscal du programme a été rattaché à la loi de finance initiale pour 1999, avec effet rétroactif à partir de janvier 1999. Ce budget a été adopté par la Diète le 19 février 1999 en un temps record depuis 1945. Il prendra effet le 21 mars. Mais au-delà de cet aspect législatif se pose le problème de l'engagement effectif des contrats et des dépenses. Des délais importants peuvent apparaître. La réalisation des collectifs de mai et de novembre devrait notamment déborder sur l'année

1. Le PBIP collecte les excédents de la Sécurité sociale, les dépôts et les prêts du système postal d'épargne et d'assurance ainsi que des fonds collectés sur le marché des capitaux. Ses deux principaux objectifs sont le financement direct des collectivités locales et des sociétés publiques, ainsi que l'apport de capitaux au secteur privé par l'intermédiaire de prêts des institutions financières para-publiques.

fiscale 1999. Le montant des dépenses supplémentaires devrait culminer entre avril et septembre 1999. Outre ces délais, des doutes sont généralement émis sur la capacité des collectivités locales à mettre en œuvre et financer l'intégralité des investissements publics supplémentaires, compte tenu de leurs difficultés budgétaires et des baisses de recettes prévues. Cependant, étant donné leur contribution dans la réalisation des collectifs, cet élément ne joue que marginalement.

Concernant les dépenses, 8100 milliards de yens de dépenses supplémentaires sont prévues pour le gouvernement central. Compte tenu de rentrées fiscales moindres que prévu, la Diète a autorisé l'émission de 12325 milliards de yens d'obligations supplémentaires. Le besoin de financement du gouvernement central est ainsi passé de 15557 milliards de yens prévus lors du budget initial (3,1 % du PIB) à 21675 milliards (4,3 %) après le collectif de mai puis à 34000 (6,8 % du PIB) fin novembre. Le reste des dépenses a été alloué pour 2800 milliards aux collectivités locales et 2442,5 milliards aux prêts et investissements additionnels du PBIP.

Les principales dépenses affectées au budget central : bien qu'elles soient affectées au budget de l'année fiscale 1998, leur réalisation devrait néanmoins se concentrer sur le milieu de 1999. Au total, l'enveloppe qui atteint 8100 milliards de yens pour le gouvernement central se répartit en :

— 4000 milliards de dépenses d'infrastructure;

— 2100 milliards visent à consolider le système financier;

— 770 milliards sont consacrés à la distribution de coupons destinés à relancer la consommation;

— parmi les mesures diverses, les plus notables visent l'aide aux pays d'Asie et des incitations à la création d'emplois.

Concernant le volet fiscal rattaché à la loi de finance initiale pour 1999 avec effet rétroactif à partir de janvier 1999 : il prévoit 9300 milliards de yens de baisse d'impôt (au-delà des 6300 annoncés) dont :

— 4000 milliards de baisse de l'impôt sur le revenu : le taux maximal est abaissé de 50 à 37 % et les autres taux sont abaissés uniformément. La taxe d'habitation est diminuée de 15 à 13 %. Au total les taux marginaux maximaux (impôt sur le revenu et sur l'habitation) passent de 65 à 50 %.

— 2300 milliards de baisse de l'impôt sur les sociétés : le taux national est abaissé de 34,5 à 30 %. Le taux local de 11 à 9,6 %. Le taux effectif tombe de 46,36 % en 1998 à 40,87 %.

— 3000 milliards de baisses spécifiques : incitations à l'investissement immobilier (1200 milliards) grâce au rallongement de la période de déductions d'impôts de 6 à 15 ans, à l'accroissement du plafond de prêt soumis à déduction, et à de plus larges possibilités de déductions des moins-values immobilières; incitations à l'investissement productif : déduction des petites dépenses d'équipement informatique (400 milliards) ; élargissement des déductions fiscales pour enfants à charge (300 milliards); abolition de l'impôt sur les transactions boursières (200 milliards) etc.

L'impact de ces mesures doit être rapproché des mesures mises en œuvre en 1998. L'année 1998 cumulait deux mesures de réduction transitoire d'impôt. L'une de 2000 milliards, appliquée en février 1998 et relevant d'un collectif rattaché au budget de l'année fiscale 1997, l'autre de 4000 milliards étalé sur deux ans (collectif d'avril), soit 2000 milliards jusqu'en avril 1999, puis à nouveau 2000 milliards qui auraient dû être affectés au budget de l'année fiscale 1999. Au total les ménages ont bénéficié de 4000 milliards de remise d'impôt sur le revenu de février 1998 à mars 1999. Les 4000 milliards de baisse de l'impôt sur le revenu proposés dans le budget de 1999 ne font en fait que donner un caractère définitif aux précédentes mesures ponctuelles. Elles ont dès lors été souvent jugées insuffisantes. Il ne faut cependant pas exclure que cette baisse d'impôts (qui représente 1,3 % de la consommation) alimente moins l'épargne dès lors que sa pérennité est mieux garantie. De plus, près de 2000 milliards de mesures supplémentaires saupoudrées sur divers objectifs (notamment incitation à l'achat d'immobilier, aides à l'éducation…) renforcent le caractère expansif de la politique fiscale. A cet élément s'ajoute la distribution médiatisée de 770 milliards en bons d'achat (0,3 % de la consommation) en début d'année. Concernant la fiscalité des entreprises, la baisse est significative, mais son impact est délicat à évaluer.

21. Japon : résumé des prévisions

	Niveaux 1997 mrds de yen 1990	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		1998				1999				2000				1997	1998	1999	2000
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Consommation des ménages	285307	0,3	– 0,1	– 0,1	– 0,1	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	1,0	– 1,1	1,2	1,5
Consommation publique	45034	0,7	0,2	0,8	– 0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5	0,6	1,3	2,0
FBCF totale	150032	– 3,8	– 3,4	– 1,4	– 1,2	– 2,0	1,8	1,8	1,1	0,5	0,3	0,2	0,2	– 2,1	– 9,0	– 2,0	3,1
dont : – Logement	21588	0,1	2,1	– 6,1	– 7,0	0,7	2,5	2,5	1,5	1,2	1,0	0,5	0,0	–15,9	–14,0	– 4,0	5,3
– Productive privée	88795	– 5,2	– 4,8	– 2,7	– 5,7	– 2,0	0,3	1,0	1,0	0,7	0,3	0,3	0,3	7,2	–11,3	– 7,8	2,5
– Publique	39649	– 2,4	– 3,0	3,7	10,6	– 3,0	4,0	3,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	–11,3	– 1,2	10,7	3,2
Exportations de biens et services	67294	– 2,8	– 2,0	1,8	– 3,4	1,5	1,5	1,8	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	11,6	– 2,3	1,8	7,2
Importations de biens et services	57673	– 1,1	– 5,8	– 0,1	– 1,5	1,3	1,2	1,4	1,5	1,2	1,0	0,9	0,9	0,6	– 7,7	0,6	4,8
Variations de stocks, en mrds yens 1990	2333	553	471	311	267	375	475	625	625	575	575	575	575	2333	1602	2100	2300
PIB	492327	– 1,2	– 0,7	– 0,3	– 0,8	0,1	1,0	1,0	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	1,4	– 2,9	0,5	2,5
Prix à la consommation		0,0	– 0,2	– 0,2	0,9	– 0,6	– 0,2	– 0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	1,7	0,6	– 0,3	0,1
Solde courant, en points de PIB		2,9		3,5		3,2		3,2		3,4		3,6		2,2	3,2	3,2	3,5

* A l'exception des lignes « variations des stocks » et « solde courant ».

Sources : EPA, prévisions OFCE.

L'union européenne flirte avec la récession, sans succomber

En 1998 les croissances de la zone euro et de l'UE ont été proches de 3 % en moyenne. Quelques pays ont fait nettement mieux : l'Irlande (8,9 %), la Finlande (4,9 %), le Portugal (3,9 %), l'Espagne et les Pays-Bas (3,8 %). Par contre, l'Italie (1,4 %) est restée à la traîne. Le second semestre a été marqué cependant par un ralentissement significatif du rythme de croissance. Alors que ce dernier se maintenait entre 3 et 4 % de la mi-1997 à la mi-1998, il opère une baisse à moins de 2 % dans la seconde moitié de l'année. Ce résultat est surtout le fait du quatrième trimestre où le PIB a pratiquement stagné (0,2 %).

Ce ralentissement est en ligne avec la dégradation jusqu'en février des enquêtes sur les carnets de commandes (graphique 10) et sur les perspectives de production auprès des entreprises, menées à l'échelle européenne, et le net ralentissement de l'activité industrielle constaté dans tous les pays (tableau 22). Mais les comptes agrégés de la zone euro ne témoignent pas encore de la mise en marche d'un scénario récessif généralisé. Les enquêtes de conjoncture montrent un contraste persistant entre l'opinion des consommateurs, qui est à un niveau élevé et reste orientée à la hausse, et l'opinion des industriels qui est orientée à la baisse. Par contre, les opinions des entreprises du bâtiment et du commerce de détail sont globalement orientées à la hausse. Les consommateurs sont particulièrement optimistes en Allemagne et en France, mais sont plus pessimistes qu'à la mi-1998 au Danemark, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni (tableau 23). La confiance des industriels a décliné partout sauf en Irlande. Au total, le climat s'est aggravé nettement au Danemark, en Autriche et aux Pays-Bas. Il est resté plus serein en France.

22. Croissance de l'activité en Europe

1998 T4 / 1997 T4 sauf *, en %

	PIB	Production industrielle
Allemagne	2,5	2,4
Autriche	2,7 *	2,3
Belgique	2,2 *	1,1
Espagne	3,6	3,9
France	2,8	2,5
Italie	0,9	– 1,8
Pays-Bas	3,1	0,2
Zone euro	**2,4**	**1,6**
Danemark	3,4 *	– 1,5
Royaume-Uni	1,3	0,3
Suède	3,2	2,3

* 1998 T3 / 1997 T3.

Source : OCDE.

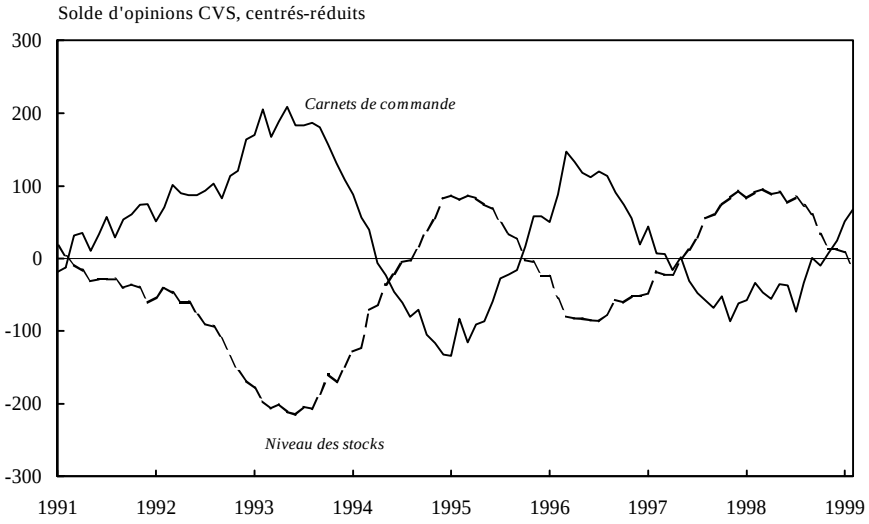
23. Evolution de l'indicateur de confiance et du climat économique

Février 1999 - 1998 T2, CVS

	Industrie	Construction	Consom-mateurs	Climat économique
Allemagne	– 15	16	13	– 0,3
Autriche	– 8	1	3	– 2,4
Belgique	– 13	7	4	– 0,3
Danemark	– 21	– 25	– 13	– 4,6
Espagne	– 8	30	5	– 1,0
France	– 14	7	8	0,6
Irlande	1	2	– 3	– 0,8
Italie	– 12	7	0	– 0,3
Pays-Bas	– 5	9	– 12	– 2,4
Finlande	– 21	– 21	– 3	– 1,8
Portugal	– 8	– 3	1	– 1,9
Royaume-Uni	– 32	12	– 10	– 1,8
Suède	– 22	20	– 1	– 1,8

Source : Commission européenne.

*10. Opinions des industriels de la zone euro sur les carnets de commandes et les stocks**



* La zone euro représente ici les résultats des enquêtes dans l'industrie, hors IAA, de six pays européens : Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie et Pays-Bas.

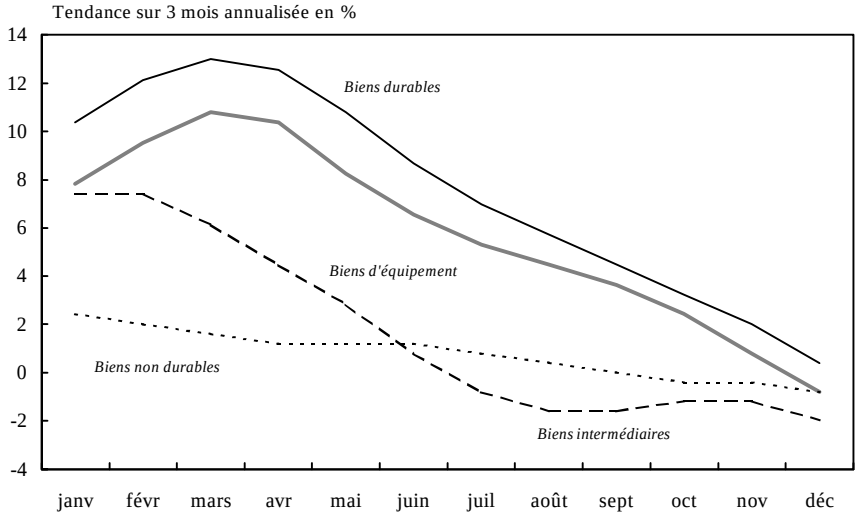
Sources : Commission européenne, INSEE.

Le terme de « trou d'air » lancé par Bercy permet jusqu'à présent d'exorciser la crainte d'une véritable récession. Ce scénario est un pari sur la dynamique autonome du secteur des services et la résistance du moral des consommateurs. Il mise aussi sur la diversité des situations européennes. Les signes d'un rebond, qui mettrait un terme à cet épisode baissier, ne sont cependant pas encore perceptibles dans les différents indicateurs avancés européens.

Pour l'heure, le ralentissement est essentiellement sectoriel et touche prioritairement l'industrie, les services demeurant dynamiques. Parmi les biens industriels, la production de biens intermédiaires a été la première à ralentir et reste orientée légèrement à la baisse au tournant 1998-1999 (sur un rythme de – 2 % l'an). Le secteur des biens de consommation durables est demeuré le plus résistant. Il est néanmoins gagné par la stagnation au cours des derniers mois de 1998. La composante biens d'équipement épouse le même profil et son orientation devient très légèrement négative en fin d'année (graphique 11).

Parmi les composantes de la demande, seules les exportations et dans une moindre mesure les variations de stocks portent nettement la marque du ralentissement. Les premières baissent de 1,4 % au quatrième trimestre, tandis que les variations des stocks ne représentent plus que 1,1 % du PIB au second semestre au lieu de 1,4 % au premier. La consommation des ménages demeure rivée sur un rythme très soutenu, proche de 4 % l'an. La dégradation de l'environnement international a apparemment alimenté un mouvement de déstockage des entreprises dès le milieu de l'année 1998. Par contre la transmission de cet ajustement technique à l'emploi, aux salaires ou à l'investissement n'est pas

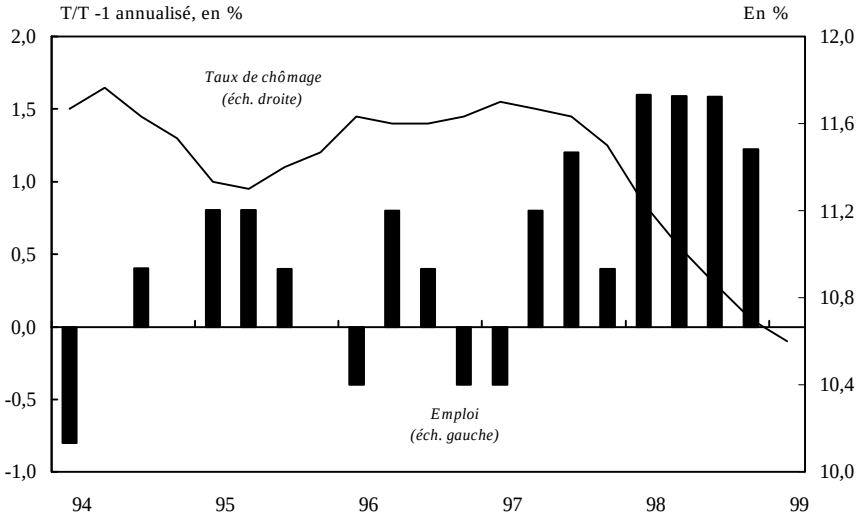
11. Zone euro : tendance de la production industrielle au cours de 1998



Source : Eurostat.

encore visible dans les comptes nationaux (tableau 24). On ne peut donc pas encore parler de diffusion et d'enchaînements cumulatifs qui sont le propre d'une véritable récession. L'emploi européen a continué à progresser jusqu'en fin d'année 1998 (graphique 12). Au quatrième trimestre 1998 l'emploi total avait progressé de 1,5 % par rapport au quatrième trimestre 1997 (au lieu de 1,3 % aux États-Unis et – 0,9 % au Japon). Ce glissement était de 1,2 % en milieu d'année. Le rythme et les perspectives d'embauche dans le secteur manufacturier connaissent certes une érosion, mais les enquêtes de la Commission européenne font état d'évolutions et de perspectives optimistes dans la construction et le commerce. Le taux de chômage a poursuivi son lent repli jusqu'en janvier pour s'établir à 10,6 % dans la zone euro au lieu de 11,3 % en janvier 1998 et 10,7 % au dernier trimestre 1998. L'investissement, traditionnellement plus volatil, ne présente que des signes ténus de repli. Néanmoins les dernières enquêtes européennes sur l'investissement dans l'industrie marquaient un sensible recul des projets pour 1998 entre l'enquête de mars-avril et celle d'octobre-novembre. En moyenne pour l'UE la croissance prévue est passée de 9 à 6 % pour 1998, l'Allemagne, la France, le Danemark et la Finlande échappant néanmoins à ce recul généralisé. Par ailleurs, les conditions de prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages demeurent favorables au début 1999. Les taux courts réels sont voisins de 2 % tandis que les taux longs réels estimés sur la base des emprunts indexés sont de l'ordre de 3 %. La croissance des créances au secteur privé s'est nettement accélérée au tournant de 1998 et 1999. En janvier leur progression s'est établie à 10,5 % après 9,1 % le mois précédent.

12. Zone euro : taux de chômage et croissance de l'emploi



Sources : Eurostat, BCE.

24. Eléments d'appréciation sur la dégradation de la conjoncture européenne

	Éléments défavorables	Éléments favorables
Détérioration de la situation industrielle et déstockage technique ?	Dégradation nette et quasi continue des enquêtes industrielles sur les commandes et les stocks sur l'ensemble de l'UE15 jusqu'en février 1999. Biens intermédiaires : la production stagne ou diminue depuis la fin du premier trimestre 1998 dans l'UE15 Biens d'équipement : bonne résistance jusqu'au deuxième trimestre 1998 puis ralentissement qui devient significatif en fin d'année. Stagnation sur les trois derniers mois de 1998 Biens durables : idem Biens non durables : idem	Début de stabilisation dans nombre de petits pays : Danemark, Finlande, Suède et Irlande. Dégradation peu prononcée en Espagne, aux Pays-Bas et au Portugal Exceptions : Irlande, Espagne Grèce et Belgique. La production se redresse en fin d'année 1998 début 1999 en France et aux Pays-Bas.
Ralentissement de l'emploi et des revenus ?		L'emploi total continue à progresser dans l'ensemble de la zone euro et dans l'UE15. En glissement annuel sa progression est de 1,5 % en fin d'année 1998. On ne constate qu'une très légère érosion du rythme des créations d'emplois : au quatrième trimestre, il croît de 0,3 % au lieu de 0,4 % les trois trimestres précédents. Le chômage est encore orienté à la baisse en janvier.
Baisse de l'investissement ?	Perceptible dans les enquêtes européennes d'octobre-novembre. La stagnation de la production de biens d'équipement peut traduire une inflexion à la baisse de l'investissement des entreprises. Mais la part qui revient à la dégradation des exportations de biens d'équipement avec les pays en dehors de la zone euro est difficile à identifier.	La FBCF en comptabilité nationale agrégée de la zone n'indique pas d'inflexion significative. Au quatrième trimestre la FBCF ne progresse que de 0,5 % après 1,8 % au troisième. Mais, sur l'ensemble du semestre, le rythme est supérieur à celui du premier semestre.
Ralentissement de la consommation ?	Seuls les pays qui ont connu une croissance prolongée et dont le cycle d'emploi arrive à maturité ont vu les enquêtes se dégrader : Pays-Bas, Danemark, Irlande et Royaume-Uni pour l'UE15	Les enquêtes de consommation se maintiennent à haut niveau en moyenne dans la zone euro, en ligne avec la bonne tenue de l'emploi.

Enfin, les pays européens ne sont pas tous logés à la même enseigne. L'Allemagne et l'Italie apparaissent comme les deux économies les plus vulnérables et frôlant de plus près un enchaînement récessif. La France, la Belgique et les Pays-Bas paraissent nettement mieux résister à la dégradation de l'environnement international et présentent même certains indices de rebond dès le début d'année. L'Espagne, le Portugal, la Finlande et l'Irlande se positionnent aujourd'hui en leaders de la croissance européenne avec un dynamisme constant.

Cette diversité des performances remet au devant de la scène les disparités structurelles du bloc européen. La vulnérabilité à une crise, qui pour l'heure se limite essentiellement à l'industrie et se concentre plus particulièrement sur certains marchés à l'exportation, est variable selon les pays. Compte tenu de leur structure productive ou de leur spécialisation à l'exportation les pays n'ont pas connu un choc d'ampleur identique. Les faiblesses allemande et italienne restituent le poids particulièrement important des biens manufacturés dans leurs exportations de marchandises, dans l'emploi et la production nationale (tableau 25).

25. Spécialisation industrielle des pays européens

En %

	Part des services dans le total des exportations	Part des biens manufacturés dans les exportations de biens	Part de l'emploi industriel dans l'emploi total	Part de l'emploi manufacturier dans l'emploi total	Part de l'emploi de services dans l'emploi total
Allemagne	15,6	92,6	36,5	25,5	60,2
Belgique	23,2	84,5	26,0	18,4	71,4
Danemark	31,2	67,6	26,8	19,4	69,5
Espagne	42,0	79,4	30,0	19,1	61,7
Finlande	17,5	86,7	27,5	20,2	65,5
France	28,6	82,0	25,6	19,2	69,9
Irlande	11,1	86,0	28,4	20,0	61,7
Italie	30,4	90,8	32,0	22,7	61,2
Norvège	29,6	35,2	23,7	15,1	71,6
Pays-Bas	30,4	69,9	22,2	15,2	74,1
Portugal	30,7	85,8	31,5	21,4	54,8
Royaume-Uni	31,2	85,9	26,9	18,8	71,3
Suède	21,5	87,9	26,0	19,3	71,3
Etats-Unis	37,6	86,0	23,9	16,1	73,4
Canada	13,8	72,2	23,2	15,5	73,0
Japon	16,9	98,3	33,1	22,0	61,6

Sources : FMI, OCDE-Statistiques de la population active, OCDE-séries A.

2. Diversité européenne

Si on admet un objectif d'inflation de 2 %, pratiquement aucun pays ne sort de l'épure. Les pays les plus inflationnistes ont une inflation de cet ordre : Pays-Bas (2,2 %), Espagne (1,5 %), Irlande (1,7 %). Seul le Portugal fait exception (2,7 % d'inflation). Les performances réelles et la sensibilité aux chocs récents sont par contre plus diverses.

L'**Irlande** connaît depuis 1994 une croissance vigoureuse au taux moyen de 9,4 % l'an. Le taux de chômage est redescendu à 7,3 % fin 1998 (12,2 % en 1995). L'inflation reste contenue (1,7 % en glissement en 1998). La hausse des salaires s'effectue à un rythme de 2,5 % l'an en pouvoir d'achat mais les gains de productivité sont de 5 % l'an. L'entrée dans l'Union monétaire a provoqué une baisse du taux d'intérêt de court terme (de 6 % en janvier à 3,2 % en décembre). L'Irlande connaît un excédent public (2,5 % du PIB) qui lui permet une réduction rapide de sa dette publique. La production industrielle continue à connaître une croissance vigoureuse fin 1998, mais les perspectives de production se dégradent (– 1 en décembre contre 14 en septembre) et l'opinion sur les carnets de commandes devient négative. La moindre expansion de ses marchés extérieurs pourrait induire un certain ralentissement en 1999-2000 qui pourrait cependant être freiné par la baisse déjà acquise des taux d'intérêt et une plus grande utilisation des marges de manœuvre de la politique budgétaire.

La **Finlande** connaît depuis 1995 une croissance satisfaisante (4,9 %), qui ne lui a cependant toujours pas permis de compenser le creux des années 1990-1993. Bien qu'en baisse, son taux de chômage est toujours à 10,6 %. Le taux d'inflation reste bas (0,8 % en 1998). Les hausses de salaires ont été de 3,3 % en 1998, soit en termes réels l'équivalent des gains de productivité. Grâce à la vigueur de la croissance, la Finlande est revenue à un excédent public (0,8 % du PIB). Depuis la mi-1998, cependant, la confiance des industriels s'est effondrée en raison de la baisse des carnets de commandes et la production industrielle stagne en raison de la baisse des exportations. Toutefois, la demande intérieure devrait rester soutenue.

La croissance aux **Pays-Bas** aura été de 3,7 % en 1998 impulsée surtout par la consommation (4,4 %) ; l'investissement privé est en repli après une période prolongée de forte croissance (3,6 % contre 7,8 % en 1997), mais la production industrielle stagne depuis le milieu de 1998 en raison de l'évolution des exportations. Les perspectives de production et les carnets de commande sont faibles. Le taux de chômage est maintenant très bas (3,6 %). En 1998, les salaires ont augmenté de 3,2 % ; soit, compte tenu d'une inflation maintenant réduite à 1,7 %, 1,5 % en pouvoir d'achat, un peu plus que les gains de productivité. En glissement, les exportations ont diminué de 5 % en valeur. Pour 1999, il faut tenir compte du pessimisme des industriels, des perspectives d'exportations médiocres et de l'érosion de la confiance des consommateurs. Aussi, les conjoncturistes prévoient-ils un net ralentissement (2,3 % de croissance en glissement, 2,4 % en moyenne).

L'**Espagne** a connu une croissance satisfaisante en 1998 (3,8 %) impulsée par l'investissement productif (12,7 %) et les exportations (7,8 %); la consommation des ménages a été un peu en retrait (3,8 %). La production industrielle est restée vigoureuse (5,8 % en glissement en 1998). L'inflation a ralenti (1,5 % en janvier 1999). Le taux de chômage est sur une pente descendante (18,6 % fin 1998 contre 24 % en 1994). L'euro a permis une certaine baisse des taux d'intérêt (de 4,6 % au début de l'année 1998 à 3,2 %). La politique budgétaire devrait être globalement neutre. Les conjoncturistes s'attendent au maintien d'une croissance relativement vigoureuse (3,4 % en 1999). Il faut cependant noter quatre points de fragilité : les industriels révisent à la baisse leurs perspectives de production; les gains réels de salaires (0,9 % en 1998) apparaissent relativement forts par rapport aux gains de productivité qui sont très faibles (0,3 % l'an) de sorte que des pressions inflationnistes pourraient renaître; l'Espagne risque de souffrir de la mauvaise santé de l'Amérique latine; enfin, son solde courant redeviendrait déficitaire, en raison de sa forte croissance.

La croissance du **Portugal** a atteint 3,6 % en 1998, mais la production industrielle stagne depuis avril et la confiance des industriels se dégrade. L'euro a permis une nette baisse des taux d'intérêt (de 4,8 % début 1998 à 3,2 %). Le taux de chômage a fortement baissé (4,7 % fin 1998 contre 6,7 % il y a un an). Par contre, l'inflation est devenue forte (3,2 % en 1998). Le pays connaît un déficit extérieur sensible (1,6 point de PIB). Une certaine baisse de la croissance semble nécessaire; elle devrait survenir en 1999 (3 % de croissance) en raison de l'essoufflement des exportations et des investissements.

L'**Autriche** a connu une croissance de 3 % en 1998. Mais la production industrielle plafonne depuis la mi-1998. L'opinion des industriels s'est dégradée tout au long de l'année. Le taux de chômage reste aux alentours de 7 %. L'inflation est très faible (0,7 % en glissement en 1998). Les salariés ont bénéficié de gains sensibles de pouvoir d'achat (1,6 %). La politique budgétaire devrait être neutre en 1999 et 2000. La croissance devrait ralentir en raison de l'affaiblissement des exportations et de l'investissement (2,1 % en 1999).

La croissance de la **Belgique** a été de 2,9 % en 1998. Les perspectives dans l'industrie se dégradent nettement depuis août 1998 tandis que la confiance des consommateurs s'affermit. Le taux de chômage diminue lentement (11,9 % fin 1998 contre 13 % au début de l'année). L'inflation est très basse (0,6 % en glissement en 1998). Les hausses de salaires sont modérées (1,2 % en pouvoir d'achat). La politique budgétaire serait légèrement expansionniste en raison des baisses de cotisations employeurs. La croissance ralentirait à 2 % en 1999.

Le **Danemark** a choisi de ne pas adhérer à l'Union monétaire : ceci lui coûte un taux d'intérêt légèrement plus élevé (0,4 point). Son adhésion au SME-bis l'amène à maintenir un change stable avec l'euro. La croissance du Danemark est restée vigoureuse jusqu'au troisième trimestre 1998 (3,3 % en glissement). Le quatrième trimestre devrait être très bas en raison de la chute des exportations. Les perspectives de production des industriels se sont effondrées à partir d'octobre ainsi que celles

du secteur de la construction. Il en va de même pour l'indice de confiance des ménages. Les nouvelles commandes sont en forte baisse (– 8,7 %). Le taux de chômage était à un bas niveau fin 1998 (6 %), l'emploi étant stimulé par une politique spécifique très active. En 1998, l'inflation a été ramenée de 1,7 % mais les hausses de salaires ont été assez vives (4,3 %). La politique budgétaire prévue pour 1999 est extrêmement restrictive (1,5 point de PIB en impulsion budgétaire). Aussi, un fort ralentissement de la croissance est-il attendu (1,6 % en 1999).

La **Suède** ne participe pas à l'Union monétaire. Son taux d'intérêt à court terme est proche de celui de la zone euro, mais son taux long est un peu plus élevé (4,5 % au lieu de 4,1 %). La couronne suédoise s'est nettement dépréciée en 1998 (de 8 % par rapport au DM); par contre, elle progresse depuis le début de l'année (de 6,3 % par rapport à l'euro). La politique budgétaire a été fortement restrictive en 1998. La croissance en 1998 a cependant été vive, impulsée par l'investissement (15,8 %). Le taux de chômage est descendu jusqu'à 5,5 % en décembre mais est remonté en janvier à 6 %. La confiance des industriels se dégrade fortement depuis novembre 1998. L'inflation est devenue négative (de – 0,3 % en glissement en 1998) alors que les salaires ont progressé de 2,4 %. Malgré un certain relâchement de la rigueur budgétaire, la croissance devrait ralentir l'année prochaine (2 %).

Allemagne : une économie industrielle en quête de croissance

Avec 2,8 % en 1998[17], l'Allemagne aura connu sa meilleure performance de croissance depuis la réunification. Comme plusieurs autres pays européens, elle connaît cependant depuis la mi-1998 une situation contrastée. D'un côté, les signes d'un affermissement de la consommation des ménages se confirment. La situation dans le bâtiment s'est à peu près stabilisée au printemps et l'indice de climat général dans ce secteur s'est nettement redressé tout au long de l'année, notamment dans les nouveaux *Länder*. De l'autre, les industriels ont réagi à la détérioration de l'environnement international, les perspectives de production à six mois se sont dégradées depuis l'automne 1997, l'appréciation sur la situation présente chute depuis le milieu de l'année 1998.

Dans l'ensemble, la consolidation de la consommation (qui a crû de 0,6 % au premier semestre et de 0,8 % au second semestre 1998) a été insuffisante pour porter la croissance tout au long de 1998. Le rythme de croissance du PIB s'est infléchi entre le premier et le second semestre (0,7 % après 1,6 %), principalement sous l'effet d'un ralentissement de l'investissement, en stocks et en biens d'équipement, tandis que l'investissement en bâtiment a eu certaines difficultés à se stabiliser dans le courant de l'année. La stagnation, puis la baisse des exportations (aux troisième et quatrième trimestres) a, quant à elle, eu un impact limité sur la croissance car elle a été compensée par une baisse des importations. Le redressement des opinions sur les stocks de produits finis dans le secteur manufacturier, mais aussi dans le commerce de détail, laissait attendre une correction à la baisse dans la seconde moitié de l'année. Celle-ci est restée d'une ampleur limitée. Le ralentissement du rythme d'investissement au second semestre, qui a corrigé le rythme particulièrement soutenu du premier semestre, peut avoir aussi reflété en fin d'année la dégradation de l'environnement international.

L'amélioration de la situation dans les secteurs tirés par une demande dynamique n'a pas compensé la détérioration dans l'industrie. Depuis le milieu de 1998, l'indice de confiance général, qui regroupe les soldes d'opinion dans le secteur manufacturier, le commerce de détail et le secteur du bâtiment, s'est dégradé. La décomposition de la croissance le confirme (tableau 26). L'infléchissement dans l'industrie manufacturière a entraîné avec lui le secteur du commerce et des transports. La bonne tenue des autres services a été insuffisante pour empêcher le ralentissement du second semestre. L'accélération de la consommation a eu une forte composante manufacturière, qui n'aura pas suffi à tirer la production.

17. Les chiffres de la Bundesbank sont plus bas (2,5 % en moyenne annuelle). A la différence de ceux de la Comptabilité nationale, ils sont corrigés des variations saisonnières ainsi que des jours ouvrables, ce qui explique l'écart constaté au quatrième trimestre entre les deux institutions (– 0,4 % pour la Bundesbank, + 0,4 % pour la Comptabilité nationale).

*26. Allemagne : contributions à la croissance de la valeur ajoutée brute **

	VAB totale	Industrie	Total services	Commerce et transport	Autres services	Non marchand
1997 S1	1,4	0,4	1,1	0,3	0,8	– 0,1
1997 S2	1,4	0,7	0,8	0,0	0,7	0,0
1998 S1	2,0	0,7	1,4	0,5	0,9	0,0
1998 S2	0,9	0,0	0,8	– 0,1	0,9	0,1
1996	1,6	– 0,5	2,0	0,1	1,8	0,1
1997	2,8	1,0	1,8	0,4	1,4	0,0
1998	3,2	1,0	2,2	0,4	1,7	0,0

* En volume, non corrigée des services bancaires imputés.

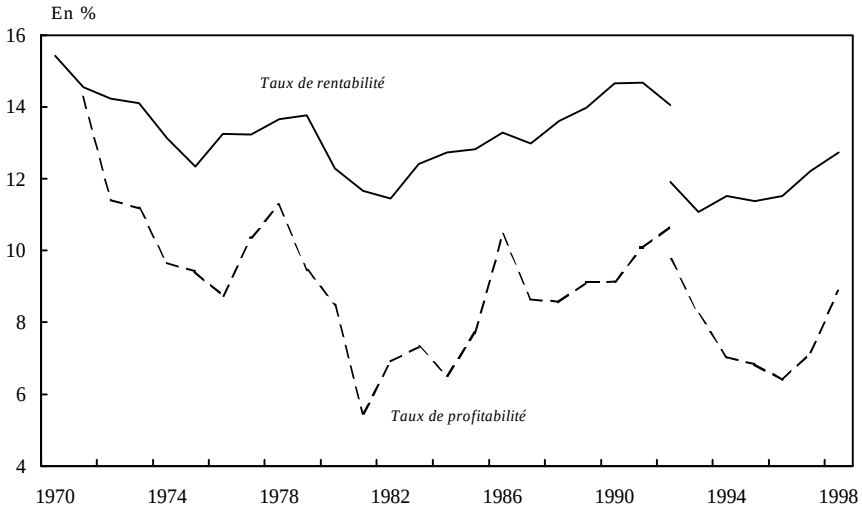
Sources : *Deutsche Bundesbank*, calculs OFCE.

La dégradation de l'environnement international de l'Allemagne s'est effectuée en deux temps. La chute des exportations vers les pays émergents d'Asie a été concentrée pour l'essentiel au quatrième trimestre 1997. Le recul des commandes étrangères, suivi de celui des exportations, constaté depuis mai 1998, a d'autres causes. En cumul sur les deux derniers trimestres de 1998, les exportations (en valeur, cvs) vers l'Union européenne (55,5 % des exportations) ont reculé de près de 3 %. L'infléchissement est particulièrement net vers l'Italie, les Pays– Bas et le Royaume–Uni. Les exportations de l'Allemagne vers la France sont également touchées depuis le milieu de l'année. La chute des exportations vers la Russie à partir du mois de septembre a ramené le rythme de progression (en glissement annuel) des exportations allemandes vers les pays de l'Est de 33 % en début d'année à – 1 % au quatrième trimestre 1998. Enfin, les exportations ont souffert en fin d'année de leur recul vers la Chine.

La spécialisation de l'Allemagne a donc doublement pénalisé l'évolution de ses livraisons à l'étranger. L'Allemagne n'exporte quasiment que des biens manufacturés, tout particulièrement des biens d'équipement (60 %) et des biens intermédiaires (24 %), ce qui la rend plus sensible à un infléchissement du cycle d'investissement, qu'il trouve son origine en Europe ou ailleurs. Le poids des pays d'Europe de l'Est (10,1 % des exportations, contre moins de 4 % pour la France, mais seulement 1,8 % pour la Russie) accroît la sensibilité de l'Allemagne à cette zone. La dégradation de l'environnement international a également emprunté un autre canal. La baisse du dollar et des monnaies des pays émergents en 1998 a ramené à la fin 1998 le taux de change effectif réel du DM à un niveau supérieur à sa moyenne de longue période. Le recul du taux de change effectif enclenché depuis 1995 avait laissé subsister une surévaluation des produits allemands vis-à-vis de ses partenaires occidentaux. Celle-ci se pose aujourd'hui également vis-à-vis des pays asiatiques, qui conserveront un avantage de change.

La dégradation des soldes d'opinion sur les perspectives de production à six mois s'est enclenchée à l'automne 1997. Elle a surtout affecté les producteurs de biens intermédiaires et de biens d'équipement et témoigne de la sensibilité des industriels à leurs marchés extérieurs. L'amélioration nette de la profitabilité de l'investissement des entreprises depuis 1997 (graphique 13), la bonne tenue de la demande intérieure et le niveau élevé du taux d'utilisation des capacités de production (jusqu'en septembre) avaient pourtant conduit les industriels à réviser à la hausse leurs perspectives d'investissement en septembre/octobre, à la différence de nombreux pays européens. Alors que les résultats de la nouvelle enquête IFO de printemps ne sont pas encore connus, une enquête réalisée en début d'année 1999 par les chambres de commerce indiquait une dégradation du climat de l'investissement dans l'industrie, mais aussi dans des branches plus orientées vers la demande intérieure, notamment le bâtiment, le commerce et les services. Le contexte difficile qui a entouré la négociation sur les modalités de la réforme fiscale jusqu'à la démission du ministre des Finances, M. Lafontaine, y a probablement contribué. Un certain attentisme semble donc marquer en début d'année 1999 les dépenses d'investissement. Quelques signaux tendent à indiquer une stabilisation des commandes étrangères au tournant 1998-1999. Ténus, ils sont confortés par les statistiques d'exportations. Les effets d'acquis entre commandes et exportations devraient cependant encore tirer vers le bas les exportations au premier trimestre 1999. Ces évolutions seraient compatibles avec l'idée d'une stabilisation progressive des importations des pays de l'Est et d'un dynamisme encore fort des importations américaines. Mais en Allemagne comme dans le reste

13. Allemagne : taux de profitabilité et taux de rentabilité des entreprises (hors logement)



Sources : *Statistisches Bundesamt*, calculs OFCE.

de l'Europe, la reprise du commerce extérieur est avant tout assujettie à la capacité de résistance de la demande intérieure.

L'emploi a cessé de reculer au premier trimestre 1998. En glissement, il a progressé de 0,5 % du quatrième trimestre 1997 au quatrième trimestre 1998, soit une création nette de 175 000 emplois. C'est la meilleure performance d'emploi depuis la réunification. Deux secteurs ont pour l'essentiel profité de la reprise de 1998. Dans l'industrie manufacturière et les services marchands, le glissement annuel sur l'emploi salarié était de + 2 % à la fin 1998 (contre respectivement 0,4 % et 0,6 % en début d'année). Tandis que la stabilisation était à peine acquise dans le secteur des transports et du commerce en fin d'année 1998, les institutions financières, les entreprises d'assurances et les autres services ont connu une augmentation assez nette de l'emploi en 1998 (4,2 % en glissement au quatrième trimestre). C'est donc le bâtiment, où le rythme de pertes d'emplois était encore de 5 % au quatrième trimestre, ainsi que la fonction publique, qui tirent l'industrie et l'ensemble de l'économie vers le bas.

La particularité de l'Allemagne tient donc à plusieurs facteurs : contrairement à la France, les créations d'emplois sont redevenues positives dans le secteur manufacturier en 1998. Dans ce secteur, l'accélération de la production (en moyenne annuelle), mais aussi et surtout le ralentissement très net des gains de productivité (3,4 % après 6,5 % en 1997) expliquent cette évolution. L'Allemagne souffre cependant encore de la conjoncture spécifique du bâtiment et le rythme de créations d'emplois dans les services marchands est plus bas qu'en France, notamment en raison du secteur du commerce, en raison de la reprise tardive de la consommation. Enfin, les (faibles) performances d'emploi observées depuis un an sont pour beaucoup imputables au déploiement de la politique active du marché du travail. Du quatrième trimestre 1997 au quatrième trimestre 1998, la progression des emplois aidés (emplois ABM) a expliqué près des trois quarts de la hausse de l'emploi. Le recul du PIB au quatrième trimestre s'est ressenti sur l'emploi total (notamment manufacturés) qui a légèrement reculé en novembre et décembre. Ces évolutions soulignent la fragilité de la reprise de l'emploi. Les baisses de débouchés auxquelles l'industrie manufacturière est confrontée depuis le milieu de l'année font peser un risque sur l'emploi industriel, qui pourrait se reporter dans certains secteurs de service. Mais le redressement des perspectives de production dans le bâtiment (qui risque cependant d'être limité) et la croissance autonome des autres services marchands atténueraient l'impact global d'une dégradation de l'emploi industriel. Enfin, les engagements du nouveau gouvernement en matière de politique active du marché du travail, notamment vers les emplois jeunes, pourraient contribuer à soutenir le marché du travail[18]. Le recul des

18. Le programme s'adresse aux jeunes de moins de 25 ans (en février 1999, le taux de chômage des moins de 25 ans était de 12,3 % (11,6 % dans l'ensemble)). Sa mise en

débouchés extérieurs et l'attentisme de l'investissement pourraient déboucher sur une baisse de l'emploi en début d'année. Les perspectives d'emplois, assez modérées, font donc pour l'instant reposer la croissance de la consommation des ménages sur les gains salariaux.

Les négociations dans la métallurgie ont débouché sur des progressions de 4,2 % (3,2 % auxquels se rajoute un supplément annuel exceptionnel de 1 %) du salaire de base mensuel moyen en 1999. Le secteur de la métallurgie est considéré comme un secteur pilote et la revendication initiale du syndicat IG Metall (6,5 %) a été reprise dans d'autres secteurs. La dissociation en deux parties des hausses de salaires négociées dans la métallurgie a permis à ce secteur de conserver son rôle pilote, tout en autorisant des écarts, les autres secteurs se calant plutôt sur l'augmentation du salaire de base hors prime annuelle. La hausse négociée s'est montée à 3,1 % dans la fonction publique, 3,2 % dans le secteur des assurances, 3,3 % dans la sidérurgie. Dans le secteur bancaire, la faiblesse actuelle des marges et les provisionnements nécessités par la crise russe pèsent sur le climat des négociations et la première offre du patronat s'est chiffrée à 3,1 %. La stabilisation de l'emploi n'est pas encore acquise dans le bâtiment. La présente prévision table sur une progression moyenne de 3,4 % du salaire par tête (dans l'ensemble de l'économie) en 1999. La hausse des gains salariaux est dans l'immédiat un facteur qui permet de freiner la diffusion à la consommation du ralentissement qui affecte l'industrie au tournant 1998-1999. Les soldes d'opinion des consommateurs se sont encore améliorés en début d'année 1999 et atteignent un niveau inégalé depuis 1990. Le maintien à un niveau élevé des intentions d'épargne et la résistance à la baisse du taux d'épargne n'empêcheront pas la consommation de croître à un rythme soutenu au cours des prochains mois. En outre, la faiblesse de l'inflation soutient la progression du pouvoir d'achat des ménages. La politique budgétaire devrait être neutre pour l'ensemble des ménages en 1998[19]. En revanche, la faible progression des retraites en 1999 (1,3 % à l'Ouest, 2,8 % à l'Est, à compter du 1er juillet) devrait se faire sentir sur l'augmentation des revenus de transferts en dépit de la forte progression prévue des dépenses de politique active du marché du travail (12 % en 1999 pour les dépenses actives dans le budget de l'Office fédéral du travail).

œuvre est réalisée par l'Office fédéral du travail. Il est doté de 2 milliards de DM en 1999, doit être mis en œuvre normalement dans l'année et contient deux volets. Le premier s'adresse aux jeunes qui sortent du système de formation professionnelle ou de l'école. Il est destiné à pourvoir les places d'apprentissage vacantes. Le second s'adresse au jeunes chômeurs. Il prévoit des mesures de qualification, des emplois subventionnés ainsi que des mesures générales de créations d'emplois (ABM). Le programme pour 100 000 jeunes est le seul résultat concret du pacte pour l'emploi.

19. En se basant sur les calcul de l'*IFO* (*IFO Schnelldienst* 5/99 et *IFO Wirtschaftskonjunktur* 12/1998), l'exonération nette associée à l'impôt sur le revenu est de 3,5 milliards de DM en 1999, soit à peine 0,1 point du revenu disponible brut. Ces exonérations pourraient en outre être compensées par l'impact de la réforme écologique (encadré 3).

La production et l'investissement dans le bâtiment bénéficieraient au cours des prochains mois du redressement des permis de construire et des entrées de commandes du premier semestre 1998, qui ne s'est pas encore traduit dans la production. Le redressement continu du climat, y compris en début d'année 1999, va dans ce sens ; il a en outre été soutenu par de bonnes conditions climatiques. L'orientation de la demande s'est cependant détériorée. Dans le secteur résidentiel locatif, les investisseurs ont pu réagir à l'annonce de la modification des aides à la construction résidentielle et à la baisse des loyers. Dans les nouveaux *Länder*, la suppression de certaines mesures de soutien, entrée en vigueur au début 1999, a pu exercer un frein.

Au premier trimestre 1999, la poursuite de la baisse des débouchés, un ajustement probable du niveau des stocks de la fin de l'année et l'attentisme de l'investissement devraient tirer la production vers le bas, débouchant sur une croissance très faible, voire négative. L'arrêt de la dégradation des débouchés extérieurs pourrait ensuite permettre à la demande intérieure de tirer la croissance, la consommation résistant au recul de l'emploi du début de l'année en raison des progressions de pouvoir d'achat. Le déblocage de l'investissement répondrait sur le second semestre à une meilleure appréciation des débouchés et pourrait également être aidé par une orientation plus favorable aux entreprises de la réforme fiscale. La reconstitution des stocks soutiendrait la croissance du second semestre. A moyen terme, le rythme de croissance pourrait être freiné par plusieurs facteurs. La croissance de l'emploi pourrait être très faible cette année. Il en résulte une baisse moindre du chômage. En moyenne annuelle, les gains de productivité devraient être très modérés. Ces éléments plaident pour un ralentissement de la croissance des salaires l'an prochain. La reprise des exportations pourrait souffrir de la remontée de l'euro retenue dans cette prévision à l'horizon 2000 et de la surévaluation des produits allemands, notamment vis-à-vis des produits asiatiques. Même s'il se sont redressés, les niveaux de la rentabilité et de la profitabilité économiques restent médiocres dans l'industrie. Il n'est donc pas exclu qu'une pression sur les profits, passant notamment par une concurrence accrue, ne pèse à terme sur l'investissement. Les restructurations ont une limite : la fédération de la construction mécanique reconnaissait récemment que les marges de manœuvre pour une réduction des effectifs sont devenues très faibles après les ajustements des années quatre-vingt-dix. L'Allemagne profiterait en quelque sorte en 1999 du partage des gains de productivité réalisés ces dernières années dans l'industrie, mais continuerait de souffrir à terme de sa spécialisation industrielle.

3. La réforme fiscale en Allemagne

La réforme fiscale doit s'échelonner sur les années 1999 à 2002 et comporter deux volets : une diminution des taux d'imposition des revenus compensée en partie par des mesures d'élargissement de la base imposable, une réforme écologique permettant de financer une réduction des taux de cotisations sociales. Le projet a été scindé en plusieurs parties. Fin décembre 1998, le parlement a adopté le projet de loi portant sur la fiscalité des ménages en 1999. Les 4 et 19 mars 1999, il a adopté le reste de la réforme de la fiscalité des ménages (pour 2000 et 2002), la réforme de l'imposition des bénéfices industriels et commerciaux, la part de la réforme de l'impôt sur les sociétés entrant en vigueur en 1999, les mesures d'élargissement de la base, ainsi que la réforme écologique. Les modalités de la réforme de l'imposition des entreprises, qui doit entrer en vigueur en 2000, ne sont pas encore définitivement arrêtées. Elles sont au cœur des préoccupations des entreprises après la démission du ministre des Finances, M. Lafontaine.

L'impact total de la réforme est difficile à évaluer compte tenu de son état encore incomplet. Si l'on s'en tient aux mesures adoptées, la réforme opère une redistribution des entreprises vers les ménages et des grandes entreprises vers les PME. Certaines entreprises, notamment d'assurance et énergétiques, sont plus touchées que d'autres, principalement sous l'effet des modifications du régime d'évaluation des provisions : le supplément net se chiffrerait à 10 milliard de DM sur les quatre prochaines années dans le secteur énergétique, à 8,75 milliards pour les assurances. Pour l'ensemble du secteur des entreprises, qui comprend certes les entrepreneurs individuels, le surcroît net d'imposition est cependant limité, de l'ordre de 5 milliards de DM. Les nombreuses critiques formulées par les entreprises ont conduit le gouvernement à opérer plusieurs corrections sur les mesures d'élargissement de la base, en faveur notamment des PME. Ce faisant, il a en même temps révisé à la hausse le montant de l'exonération nette, qui a doublé entre l'état initial du projet et sa version finale du début mars (10 milliards de DM en octobre 1998, 20 en mars 1999).

Il en résulte de nombreuses interrogations sur le financement global de la réforme, d'autant que le projet n'intègre ni la réforme de la fiscalité des entreprises de 2000 (qui devrait se solder *in fine* par une exonération nette positive du secteur des entreprises), ni l'impact de la réforme de l'imposition des familles à laquelle le gouvernement doit procéder d'ici l'été. En l'état actuel, la Cour constitutionnelle impose au gouvernement d'étendre aux couples mariés les abattements dont bénéficient certains célibataires en deux temps, en 2000 puis 2002, impliquant un supplément de dépenses de 10 milliards en 2000 et 22,5 milliards en 2002. L'intention du gouvernement est d'intégrer la réforme de l'imposition des familles dans le cadre général de la réforme fiscale ; c'est pourquoi il a notamment exclu de ses chiffrages globaux les mesures initialement prévues en faveur des familles, qui avaient été décidées avant l'arrêt de la Cour.

Le recours à une augmentation du taux normal de TVA paraît de plus en plus probable pour financer la réforme de l'imposition des entreprises. En revanche, on voit mal comment le gouvernement allemand pourrait faire l'économie d'une refonte de l'imposition du revenu des ménages pour intégrer la réforme de l'imposition des familles (le gouvernement a jusqu'à juin pour proposer des mesures de réforme de l'imposition des familles alternatives à celles de la Cour Constitutionnelle). Les mesures portant sur les ménages et qui viennent d'être adoptées, risqueraient donc d'être fortement compromises.

*Impact cumulé de la réforme fiscale 1999 / 2000 / 2002 **

Milliards de DM

	(a) = (b) - (c) Exonération nette	(b) Exonération brute	(c) Elargissement de la base
PME	5,5	14	8,5
Grandes entreprises	– 10,0	3	13,0
Total entreprises	– 4,5	17	21,5
Ménages	24,5	36	11,5

* Le gouvernement n'inclut pas dans ce chiffrage les mesures déjà adoptées en 1999 pour les ménages (dont 5,8 milliards pour l'augmentation des allocations familiales).

Sources : *Handelsblatt*, ministère des Finances.

Réforme de la fiscalité des revenus*

1999 — Impôt sur les salaires et allocations familiales : réduction du taux minimum d'imposition (25,9 à 23,9 %), augmentation du minimum imposable, augmentation des allocations familiales (+ 30 DM par enfant, pour les premier et deuxième enfants) ;

— Imposition des bénéfices industriels et commerciaux (impôt déclaratif sur le revenu) : abaissement du taux d'imposition maximum de l'impôt déclaratif sur le revenu (47 à 45 %) ;

— Imposition des sociétés : abaissement du taux d'imposition des bénéfices non distribués de 45 à 40 %.

2000 — Impôt sur les salaires : abaissement du taux minimum d'imposition de 23,9 à 22,9 % ; abaissement du taux maximum d'imposition de 53 à 51 %, relèvement de l'abattement de base ;

— Impôt déclaratif sur le revenu : abaissement du taux maximum de 45 à 43 % ;

— Imposition des sociétés, projet actuel : taux maximum de l'imposition des revenus de l'entreprise : 35 % (bénéfices non distribués 22 %, taxe professionnelle 13 %). Le taux d'imposition des bénéfices distribués est déjà de 30 %.

2002	— Impôt sur les salaires : augmentation du minimum non imposable ; abaissement du taux minimum d'imposition (22,9 à 19,9 %) ; abaissement du taux maximum d'imposition (à 48,5 %) ;
1999/2002	Mesures d'élargissement de l'assiette : remise en cause de l'exonération de certains revenus, imposition des plus- values spéculatives, encadrement plus strict des possibilités d'évasion lors de la détermination du bénéfice professionnel, recentrage de l'évaluation des provisions constituées par les sociétés d'assurances, interdiction de constituer des provisions pour de futures charges d'acquisition nées notamment d'obligations légales (secteur énergétique), limitation des possibilités d'imputation des déficits sur les autres revenus, réduction de certains abattements, suppression des mesures dérogatoires dont bénéficient actuellement certaines catégories de revenus.

Réforme écologique

1999	Objectif total sur la législature : réduire de 2,5 points les taux de cotisations sociales. En 1999 : réduction de 0,8 point du taux de cotisation retraite. — Relèvement de la TIPP, introduction d'un impôt sur la consommation d'énergie. Taux réduit dans l'industrie (20 % du taux normal).

* Les mesures qui ne sont pas encore adoptées sont signalées en italiques.

Sources : Ministère des Finances, Ambassade de France en Allemagne.

27. Allemagne : résumé des prévisions

	Niveaux 1997 mrds de DM 1991	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		1998				1999				2000				1997	1998	1999	2000
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Consommation des ménages	1 767,6	0,9	– 0,4	1,2	0,8	0,8	1,0	0,8	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	1,9	3,3	2,7
Consommation publique	612,7	3,9	– 0,5	– 0,1	– 1,7	1,5	0,6	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	– 0,7	0,6	0,7	1,0
FBCF total	657,7	2,4	– 3,5	2,0	– 1,0	0,3	0,5	0,9	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	0,2	1,1	0,8	4,7
dont : – équipement	270,4	6,5	– 1,1	3,3	0,1	– 0,2	0,1	1,0	1,8	1,8	1,6	1,6	1,6	3,9	9,5	2,3	6,2
– bâtiment	387,3	– 0,5	– 5,4	0,9	– 1,9	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	– 2,2	– 4,7	– 0,5	3,5
Exportations de biens et services	926,4	– 0,3	1,8	0,7	– 2,2	– 1,3	1,7	1,4	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	11,3	4,8	0,1	6,3
Importations de biens et services	901,6	1,6	1,9	0,3	– 0,5	– 0,1	1,8	2,0	2,0	1,5	1,3	1,7	1,7	8,3	6,1	3,0	6,9
Variations de stocks, en mrds DM 1991	42,2	16,2	24,6	22,2	24,0	20,0	22,0	23,5	24,0	24,0	23,0	22,5	22,0	42,2	87,0	89,5	91,5
PIB	3 105,0	1,3	0,0	0,9	– 0,4	– 0,1	1,0	0,7	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	2,3	2,5	1,4	2,6
Prix à la consommation		– 0,1	0,4	0,2	0,1	– 0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,8	1,0	0,3	1,0
Solde courant, en points de PIB		– 0,4		– 0,6		– 0,9		– 1,1		– 1,0		– 0,9		– 0,2	– 0,5	– 1,0	–1,0

* A l'exception des lignes « variations des stocks » et « solde courant ».

Sources : EPA, prévisions OFCE.

L'Italie sans dynamisme

La croissance italienne est apparue une nouvelle fois médiocre en 1998 (1,4 % en moyenne et 0,8 % en glissement) en raison de la faiblesse de la consommation des ménages et surtout de la contribution négative du solde extérieur (qui pèse à hauteur de – 1,3 % sur la croissance). Cette performance est de 1,4 point inférieure à celle du reste de l'UE. En dix ans, la croissance moyenne de l'Italie aura été de 1,4 % l'an contre 2,2 % en moyenne dans l'UE. Le différentiel de croissance avec l'UE dépasse 1 point pour la quatrième année consécutive. Par contre, l'Italie est devenu un pays structurellement excédentaire (de plus de 3 points de PIB) et peu inflationniste.

Pourtant, grâce à son admission dans l'Union monétaire, l'Italie a bénéficié d'une forte baisse de ses taux d'intérêt, même si la prudence de sa Banque centrale a retardé le mouvement : le taux court est passé progressivement de 6,1 % en janvier 1998, à 5,1 % en juin, puis à 3,1 % début 1999; le taux long de 5,4 %, à 5,1 % puis à 3,9 % sur les mêmes périodes. L'écart avec les taux allemands est maintenant minime (0,3 point pour le long terme), ce qui prouve que la soutenabilité de la politique budgétaire italienne n'est pas mise en doute. La Bourse a fortement monté (de 80 % entre mi-1997 et fin 1998).

Après une impulsion négative de 2,7 points de PIB en 1997, la politique budgétaire a été expansionniste en 1998 (de 1 point de PIB) et devrait devenir neutre maintenant. En 1998, le déficit public représente certes encore 2,6 points de PIB, mais 1,2 point serait conjoncturel et la baisse des taux d'intérêt devrait à terme alléger de 2 points de PIB la charge d'intérêt de la dette. L'Italie a un solde structurel primaire excédentaire de 6,2 points de PIB. Le maintien d'un tel excédent et d'une situation où le taux d'intérêt serait durablement voisin du taux de croissance devrait permettre une baisse du ratio dette/PIB au rythme de 6 points par an. Il n'est guère nécessaire d'aller au-delà, surtout en période de faiblesse de la demande. D'ailleurs, le Programme de stabilité fourni le 18 décembre 1998 par le gouvernement italien ne comporte que la stabilité du solde primaire, le solde public devant bénéficier de la réduction des charges d'intérêt de 0,5 point de PIB par an. Cette stabilité du solde primaire ne serait obtenue que pour une croissance projetée relativement vigoureuse (2,4 % en moyenne entre 1997 et 2000 contre 1,8 % selon le consensus des prévisionnistes). La réforme fiscale mise en place à partir de juillet 1998 comprend en particulier la création d'une taxe régionale sur les activités productives (IRAP) pour financer les services de santé (régionalisés en Italie). Cette taxe, assise sur la valeur ajoutée nette, remplace les cotisations patronales maladie et la taxe sur le patrimoine net des entreprises.

Une fois encore, la croissance aura été soutenue en 1998 par la baisse du taux d'épargne des ménages, passé de 17,1 % en 1992 à 13,8 % en

1996, 12,4 % en 1997 et 11,8 % en 1998. Il ne s'agit pas là d'une conséquence de l'effet Barro-Ricardo (qui prévoit que les ménages épargnent en période de déficit budgétaire car ils anticipent les impôts qu'eux ou leurs héritiers devront payer plus tard) mais de la réaction normale du taux d'épargne en situation de baisse de l'inflation et de progression ralentie du revenu. Les ménages ont supporté la hausse des impôts et la baisse des intérêts reçus, sans doute fortement réépargnés. En 1998, le revenu réel des ménages était encore inférieur de 1 % au niveau de 1992, alors que la consommation a progressé de 5,5 %. L'indicateur de confiance des consommateurs a fortement monté en 1997 et, au-delà de fluctuations infra-annuelles, s'est stabilisé en 1998 et au début 1999 à un niveau relativement élevé. Mais, comme pour d'autres pays européens, l'optimisme des ménages a été insuffisant pour susciter celui des entreprises. Les perspectives de production dans l'industrie se sont dégradées fortement à partir d'avril 1998. Les dernières enquêtes fournissent des résultats ambigus : les perspectives de production se redressent en janvier-février 1999 (– 70 en décembre ; – 30 en février) ; mais les carnets de commandes sont jugés bas (-86 en février contre – 44 en décembre) et les stocks lourds (+ 56 en février contre + 3 en décembre). La production industrielle stagne depuis le point haut de janvier 1998 et le dernier chiffre connu, celui de décembre enregistre une baisse de 6,1 % par rapport à novembre. La croissance des investissements est restée modérée : 0,8 % en 1997 et 3,5 % en 1998.

En raison de la faiblesse de la croissance, l'emploi total n'aura progressé que de 0,3 % en 1998, après s'être contracté de 0,2 % en 1997. Sur les 70 000 postes nets créés en 1998, les services en ont généré 83 000, tandis que 14 000 emplois étaient détruits dans l'industrie. Le taux de chômage a légèrement augmenté pour atteindre 12,4 %. Le taux d'inflation est maintenant stabilisé à un bas niveau (après 1,7 % en glissement en 1998, le chiffre attendu pour 1999 étant de l'ordre de 1,4 %). La croissance des salaires reste modérée, à un rythme de 2,4 % l'an. Le pouvoir d'achat du salaire mensuel avait augmenté de 2,5 % en 1997 (grâce à la désinflation inattendue) ; il n'a crû que de 0,7 % en 1998. Selon le même mécanisme, sa hausse pourrait atteindre 1 % en 1999 et 0,7 % en 2000.

Le point spécifique de la situation italienne est la mauvaise tenue des exportations qui, si elles ont augmenté de 1,3 % en moyenne en 1998, ont chuté de 6,7 % en glissement. Durant la même période, les importations ont augmenté de 6,1 % en moyenne et baissé de 5 % en glissement. La compétitivité de l'économie italienne ne s'est pourtant pas subitement dégradée en 1998 au point d'expliquer l'ampleur de ces évolutions : le taux de change effectif réel de la lire s'est légèrement apprécié (1 %) au cours de l'année, mais de manière comparable à celui de la France ou de l'Allemagne. Sur moyenne période, l'Italie semble avoir subi des pertes importantes de compétitivité par rapport à ses partenai-

res européens (hormis le Royaume-Uni) si on compare la situation à celle de 1995 ; c'est l'inverse qui apparaît si on se réfère à 1987 (tableau 28). Il semble que la politique budgétaire rigoureuse à laquelle l'Italie a été soumise demandait en contrepartie une nette dépréciation de son taux de change réel. La hausse de la lire depuis 1995 aurait ainsi plongé l'Italie dans une situation délicate.

28. Coûts relatifs unitaires dans l'industrie

	1987	1991	1995	1998
Italie	100	108,8	71,6	81,6
Espagne	100	130,1	110,0	115,7
Royaume-Uni	100	106,9	88,3	123,8
France	100	93,6	92,5	84,9
Allemagne	100	96,3	117,0	102,0

Source : OCDE.

Un autre point notable est l'effondrement des échanges de l'Italie vis-à-vis des régions extra-européennes : Russie, Turquie (en raison du boycottage), Japon, NPIA et Chine (tableau 29). Tout se passe comme si les produits italiens étaient particulièrement touchés par la crise… Le partage volume/valeur n'est pas disponible pour l'année entière, ni dans un grand détail géographique. Selon les chiffres disponibles pour novembre 1998, les prix à l'exportation seraient pratiquement stables, de sorte que la chute en volume serait proche de celle en valeur (tableau 30). A l'importation, les prix ont baissé de 6,4 %. Globalement, l'Italie aurait enregistré un gain important de termes de l'échange et des pertes importantes en volume vis-à-vis des pays en crise.

29. Italie : évolution du commerce extérieur (en valeur)

Janv. 1999 / Janv. 1998, en %

	Exportations	Importations
UE	3,2	0,9
Etats-Unis	9,2	- 6,5
Russie	- 76,6	- 21,3
EFTA	- 13,3	- 0,9
Turquie	- 51,7	- 33,3
OPEP	- 20,5	- 27,3
Japon	- 19,0	5,7
NPIA	- 20,2	- 8,4
Chine	- 18,2	- 17,3

Source : *Istat.*

30. Italie : Commerce intra et extra-communautaire

Nov. 1998 / Nov. 1997, en %

	Exportations		Importations	
	Volume	Valeur unitaire	Volume	Valeur unitaire
Intra-UE	1,1	– 1,4	1,7	– 1,3
Extra-UE	– 11,3	1,7	10,7	– 14,3

Source : *Istat.*

Du côté des ménages, l'emploi et le revenu progresseraient faiblement encore en 1999. Les ménages bénéficieront du remboursement de l'eurotaxe, ce qui devrait favoriser légèrement la consommation au premier trimestre. Les ménages ne pouvant plus baisser leur taux d'épargne autant que par le passé, la consommation progresserait de 1,7 % en 1999. La rigueur budgétaire a épargné les entreprises : leur part dans la valeur ajoutée demeure à un niveau élevé (41,9 % en 1998 contre 40,4 % en 1994 et 40 % en 1990), malgré la baisse des taux d'intérêt. L'investissement devrait croître de 3 % en raison de la reprise progressive de l'activité. Les exportations reprendraient lentement puisque les marchés extérieurs seraient peu porteurs début 1999, mais l'Italie bénéficierait de la faiblesse de l'euro. Par la suite, la demande adressée deviendrait plus ferme tandis que l'euro monterait. Au total, la progression du PIB s'établirait autour de 1,6 % en 1999 et de 2,5 % en 2000. Notre scénario suppose la poursuite d'une politique budgétaire neutre ; il considère que l'Italie souffrant d'une compétitivité médiocre, fortement concurrencée, spécialisée sur des marchés fragiles actuellement, ne bénéficiera pas d'un sursaut de ses producteurs ou de ses exportateurs. Le retour à la rigueur lui aura finalement coûté très cher.

31. Italie : résumé des prévisions

	Niveaux 1997 Milliers de milliards ITL	Variations par rapport à la période précédente, en %*										
		1998				1999						
	1995	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	1998	1999	2000
PIB	1798	– 0,2	0,8	0,5	– 0,3	0,4	0,6	0,7	0,8	1,4	1,6	2,4
Consommation des ménages	1120	0,4	0,6	0,8	0,0	0,5	0,6	0,4	0,5	1,9	1,7	2,2
Consommation des APU	294	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,4	1,2	1,0
FBCF totale	326	0,6	0,2	1,1	0,2	1,0	0,8	0,8	0,9	3,5	3,0	4,2
Variations de stocks, contribution en points de PIB	0,9	0,4	0,3	– 1,1	0,0	0,0	– 0,1	0,1	0,3	0,5	0,1	– 0,1
Importations	424	0,4	3,9	– 3,5	– 5,6	3,5	0,9	1,1	1,3	6,1	– 0,2	4,9
Exportations	470	– 3,5	3,8	– 0,1	– 6,7	2,8	1,2	1,4	1,5	1,3	0,7	5,5

* A l'exception de la ligne « variations de stocks ».
Sources : Istat, prévisions OFCE.

Royaume-Uni : l'étau se desserre

La croissance britannique a poursuivi son ralentissement et la politique monétaire s'est assouplie au second semestre 1998. Les moteurs de la croissance se sont essoufflés. Le ralentissement du commerce mondial et l'appréciation de la livre Sterling ont conduit au repli des exportations. L'activité s'est contractée dans l'industrie et s'est infléchie dans les services. La demande interne a ralenti. Si le tassement de l'activité était anticipé dans notre prévision d'octobre, la baisse des taux d'intérêt de court terme a été un peu plus rapide et plus ample que nous l'envisagions.

Le Royaume-Uni affichait une croissance de 2,3 % en moyenne annuelle en 1998, selon les chiffres disponibles au moment de notre prévision (après 3,5 % en 1997)[20]. Mais en glissement, la croissance n'était que de 1,3 % au dernier trimestre de l'année dernière. Selon les estimations de l'OCDE, la production aurait en 1998 surpassé de 0,5 point de PIB son potentiel moyen mais l'aurait rejoint en fin d'année. Le taux de chômage a continué à baisser pour s'établir en janvier dernier à 4,6 % selon le concept national (6,2 % selon le concept BIT), soit le plus bas niveau enregistré depuis le deuxième trimestre 1980. L'inflation a ralenti au second semestre, et se trouvait en début d'année proche de la cible de la politique monétaire, fixée à 2,5 % pour l'indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires (RPIX). Le solde public est devenu excédentaire, et est évalué, au sens de Maastricht, à + 0,6 point de PIB en 1998. La dette publique a diminué et représente 49,4 points de PIB. Le solde commercial s'est creusé mais, grâce à l'excédent des services et à un excédent exceptionnel des revenus d'investissement, le solde de la balance courante serait pratiquement équilibré en 1998.

Un environnement international très dégradé

Au début de l'année 1999, l'environnement international reste peu porteur. Le Royaume-Uni a pris de plein fouet le ralentissement du commerce mondial (crise asiatique de l'été 1997, ralentissement des importations de la zone euro, crises russe et brésilienne…), alors que les exportateurs étaient pénalisés par le cours élevé de la livre. Les exportations de produits manufacturés, qui représentent plus de 80 % des exportations de marchandises, ont ralenti avant de se contracter au dernier trimestre 1998 (– 3 % en volume). Les exportations de marchandises ont en moyenne annuelle stagné en 1998, en progressant de 6,2 % vers l'Union européenne (mais de 1,9 % en glissement en décembre), alors qu'elles baissaient en moyenne de 6 % hors UE. Les exportations

20. La prévision s'appuie sur les estimations du quatrième trimestre publiées le 23 février dernier par l'ONS. Les premières estimations officielles faisaient état d'une croissance de 2,5 %, les comptes trimestriels parus le 22 mars d'une croissance de 2,1 %.

hors UE auraient continué à chuter au mois de janvier (– 7 % en un mois).

La montée continue des taux de change effectifs nominal et réel, depuis l'été 1996, a ramené la livre à l'été 1998 aux niveaux qui prévalaient avant la dévaluation de 1992 (soit une appréciation de 30 %). La dépréciation de la livre par rapport aux monnaies de la zone euro à partir de l'été dernier avait permis une baisse du taux de change effectif réel de 5 % en janvier 1999. Les perspectives semblaient alors s'améliorer pour les exportations britanniques, d'autant que la forte dégradation des opinions des industriels sur les carnets de commandes s'était interrompue depuis l'automne (graphique 15). Mais cette baisse a été en grande partie annulée par la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar et de la livre en février. Ajoutée aux premières tendances sur les volumes exportés, l'appréciation récente des taux de change peut laisser augurer une nouvelle contraction des exportations au premier trimestre, qui n'est pas inscrite dans les enquêtes du début d'année.

Des conditions monétaires moins restrictives

Les conditions monétaires se sont détendues au second semestre 1998, grâce à la baisse du taux de change réel et des taux d'intérêt (graphique 14). Le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre (CPM) a enclenché le mouvement de baisse des taux le 7 octobre en diminuant d'un quart de point le taux d'intervention qu'elle avait maintenu inchangé à 7,5 % depuis le mois de juin. Des baisses de taux ont ensuite été décidées lors de chacune des réunions mensuelles du CPM jusqu'en février, où le taux d'intervention a été fixé à 5,5 %. Ces baisses en cascade laissent cependant les taux courts nominaux du Royaume-Uni nettement supérieurs à ceux de la zone euro (de 2,5 points) et, dans une moindre mesure, des États-Unis (d'un point). En termes réels, l'écart était de 1,7 point avec les taux de la zone euro en début d'année, sur la base de l'indice harmonisé des prix à la consommation (IPCH, dont la progression était de 1,6 % en glissement en janvier outre-Manche contre 0,8 dans la zone euro), et de 0,8 point avec les taux américains.

Les taux d'intérêt de court terme restent cependant élevés au regard d'une règle de politique monétaire de type Taylor[21], selon laquelle ils auraient dû être proches de 4,5 % en début d'année. Mais le CPM peut difficilement baisser les taux tant que les prix ne décélèrent pas

21. En posant la règle de fixation des taux d'intérêt suivante :

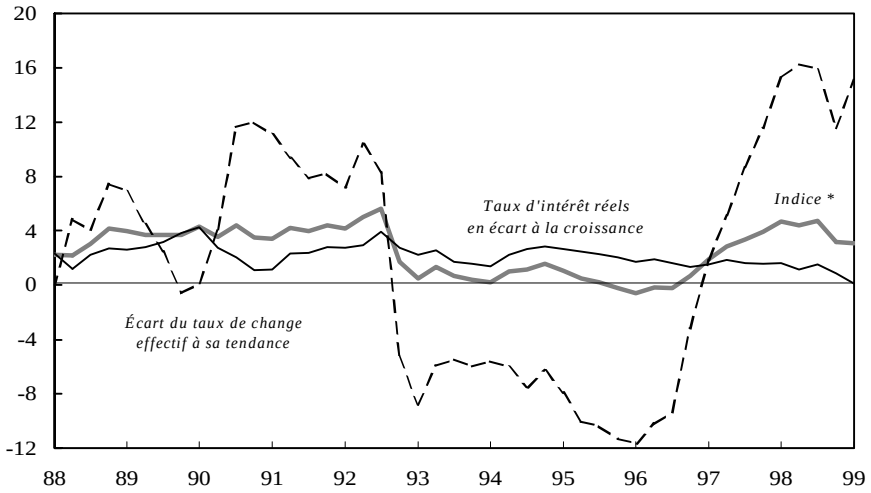
$$r = p + 0{,}5\,(p - 2{,}5) + 0{,}5\,ey + c$$

avec : r : taux d'intérêt au jour le jour, p : taux de croissance des prix en glissement (mesuré selon l'indice des prix de détail RPIX, cible de la politique monétaire) ; ey : écart entre la production et la production tendancielle ; c : constante, qui représente le taux réel d'équilibre de longue période que Taylor considère voisin du taux de croissance tendanciel, soit environ 2,2 %.

davantage, puisqu'il doit maintenir l'inflation dans une fourchette de 1 % autour de cette cible. Avec le ralentissement de l'activité, les craintes de tensions sur le marché du travail, qui ont freiné la baisse des taux l'an dernier, devraient disparaître. Le CPM pourrait alors diminuer à nouveau les taux. Selon nos prévisions, qui sont celles d'un ralentissement au premier semestre, et non d'une récession, la baisse des taux serait d'un point à l'horizon de la mi-1999.

L'évolution des taux d'intérêt et des écarts conjoncturels avec la zone euro, ainsi qu'une baisse du dollar par rapport à la zone euro, devraient permettre à la livre de décrocher du niveau de 1,47 euro (2,9 DM) au premier semestre 1999 pour approcher 1,33 euro à la fin 2000. La baisse du taux de change effectif nominal serait de 8 %.

14. 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], voir C. Mathieu et O. Passet 1997 : « Disparités de croissance et de politique économique en Europe », *Revue de l'OFCE*, n°64, janvier 1998, pp 165-166.

Sources : OCDE, sources nationales, estimations et calculs des auteurs.

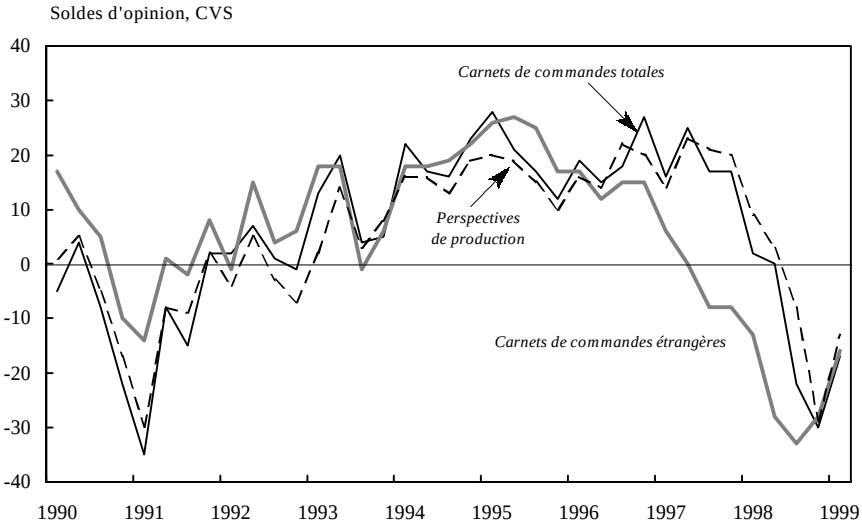
Récession dans l'industrie manufacturière et ralentissement dans les services

La situation de l'industrie manufacturière s'est dégradée en cours d'année : la production, en quasi-stagnation depuis 1995, a baissé au second semestre 1998 (graphique 16). La dégradation était largement inscrite dans les enquêtes; le taux d'utilisation des capacités de production a baissé; les intentions d'investissement pour 1998 ont été révisées en baisse dans l'enquête d'automne de la Commission européenne (4 %

en volume au lieu de 13 % dans l'enquête précédente) et sont stables pour cette année. Les enquêtes semblent avoir atteint un point bas à l'automne dernier. L'indice mensuel de la production manufacturière s'est stabilisé en janvier. Mais, si les industriels sont redevenus plus optimistes, on peut craindre que l'ajustement à la baisse ne soit pas achevé au premier trimestre, au regard de l'évolution récente des taux de change et de la conjoncture européenne.

L'activité s'est aussi infléchie dans les services (qui représentent 66 % de la valeur ajoutée), passant d'un rythme de 5 % au quatrième trimestre 1997 à moins de 3 % fin 1998. Le ralentissement a notamment frappé les composantes les plus dynamiques, à savoir les « transports et communications » (10,5 à 5,3 %), et les « services aux entreprises et services financiers » (8,1 à 4,5 %).

15. Royaume-Uni : enquêtes dans l'industrie manufacturière



Source : CBI.

Demande interne : sur le fil du rasoir

La consommation des ménages a ralenti en 1998 pour approcher 1,6 % en glissement annuel au quatrième trimestre 1998, contre 4 % un an plus tôt. En novembre dernier l'indice de confiance des consommateurs a cessé de se dégrader pour la première fois depuis le mois de juin, et s'est par la suite redressé, sans doute en partie sous l'effet favorable de la baisse des taux d'intérêt. En février 1999, les ventes de détail ont progressé sur un an de 1,3 % en volume, après correction des variations saisonnières, ce qui peut permettre d'envisager une croissance de la

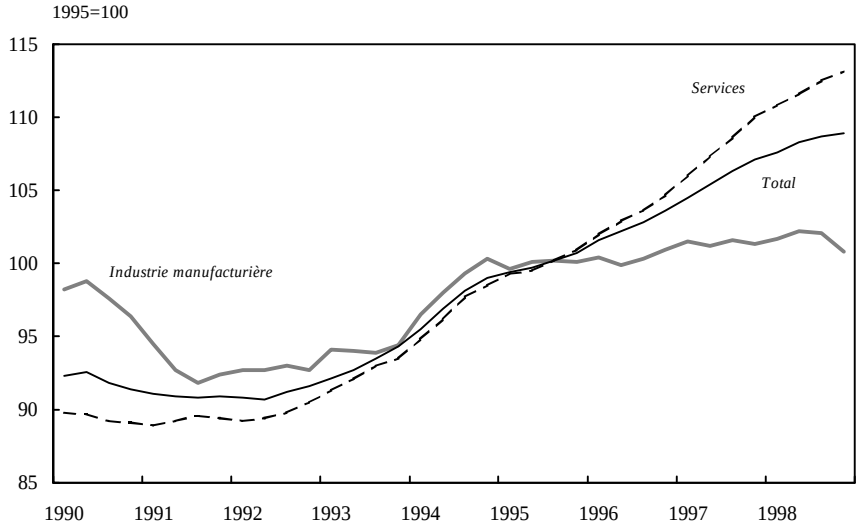
consommation totale de l'ordre de 0,4 % au premier trimestre. L'investissement logement ne devrait pas être dynamique au tournant de 1998-1999 : les données disponibles jusqu'en octobre, pour ce qui concerne les commandes de logements neufs, et en décembre, pour les mises en chantier, indiquent une stabilisation au troisième trimestre, après la baisse continue du premier semestre.

Contrairement à son habitude, l'ONS n'a pas donné d'estimation de la progression des rémunérations au quatrième trimestre 1998. La publication début mars d'une série révisée des rémunérations (*Average Earnings Index* — AEI) devrait faciliter la tâche des comptables nationaux et des observateurs économiques. Selon le nouvel indice, les rémunérations auraient progressé de 4,3 % en glissement en décembre, soit un ralentissement de 1,4 point depuis le point haut de mai.

Au cours du dernier trimestre les créations d'emplois se sont poursuivies, le taux de chômage n'était plus en fin d'année que de 4,6 % malgré une baisse des taux d'inactivité. L'emploi ralentirait avec l'activité mais, du fait du cycle de productivité, ne baisserait pas en 1999.

L'effet de la moindre progression de l'emploi sur les revenus serait partiellement compensé par la mise en place du salaire minimum le 1er avril prochain (qui devrait, selon les évaluations de la Banque d'Angleterre, conduire à 0,5 point de hausse des salaires). Les allégements d'impôt annoncés dans le dernier budget soutiendraient par ailleurs les dépenses des ménages.

16. Royaume-Uni : évolution de la valeur ajoutée



Source : ONS.

L'évolution du taux d'épargne fait partie des incertitudes de la prévision : les ménages ont fortement baissé leur taux d'épargne (– 3 points de la mi-1997 à la mi-1998), sans doute parce que la progression de leurs actifs boursiers rendait moins nécessaire d'épargner. Nous avons supposé une remontée du taux d'épargne de l'ordre d'un point d'ici la fin 2000.

Le rythme d'augmentation des prix à la consommation est stable depuis plusieurs mois (2,6 % en glissement annuel en janvier). Il n'est pas descendu sous la cible d'inflation, et sa baisse serait limitée, notamment par l'arrêt de la baisse des prix des matières premières et la dépréciation du taux de change en 2000.

Une politique budgétaire expansionniste

Sous les hypothèses officielles de croissance (1 % cette année et 2,25 % l'an prochain, pour la fourchette basse retenue pour les prévisions budgétaires) et d'inflation (2,5 % par an), le solde public, qui est passé de – 0,6 point de PIB en 1997 à + 0,6 point en 1998, reviendrait à un déficit de 0,3 point en 1999 et de 0,4 point en 2000 (en années fiscales, c'est-à-dire d'avril à mars). La politique budgétaire a été fortement restrictive en 1998 (1,4 point de PIB d'impulsion budgétaire négative); elle sera légèrement expansionniste en 1999 : 0,5 point d'impulsion budgétaire, ce qui s'ajoute au jeu des stabilisateurs automatiques, et neutre en 2000. Le poids de la dette publique nette baisserait sensiblement (de 42,5 % du PIB en 1998 à 38,2 % en 2001).

Le budget 1999, présenté en mars, réaffirme les objectifs de stabilité à moyen terme, de respect de la règle d'or et de la soutenabilité de la dette, mais prévoit un retour à la hausse des dépenses publiques (2,3 % en volume en 1999 et 3 % en 2000) et en particulier des investissements publics (écoles, hôpitaux, transports, villes).

Le gouvernement affiche quatre priorités budgétaires. Pour accroître les incitations au travail, certains taux d'imposition sur le revenu sont réduits : les premières 1500 livres de revenus seront imposées au taux de 10 % et non plus au niveau de 20 %; les familles qui travaillent bénéficieront à partir du 1er octobre 1999 d'un crédit d'impôt (*Working Family Tax Credit*), qui assurera un revenu minimal, le taux d'imposition actuellement à 23 % (basic rate) sera abaissé d'un point en avril 2000. Pour favoriser les familles, les enfants ouvriront droit à un nouveau crédit d'impôt en 2001 (financé par la suppression du crédit d'impôt des couples à un revenu sans enfant). Les aides aux retraités sont aussi augmentées. Pour accroître la productivité, la fiscalité des PME sera allégée à partir de 2000; la R&D et la formation permanente seront fiscalement encouragées. Mais l'ensemble des mesures en faveur de la productivité a un coût budgétaire faible. Enfin, une fiscalité plus écologique est mise en place : hausse de 6 % par an, en termes réels, de la fiscalité sur les carburants (1,5 milliard de livres de recettes par an, soit 0,2 point de PIB), instaura-

tion en 2001 d'une taxe sur la consommation énergétique des entreprises, compensée par une baisse des cotisations employeurs de 0,5 point.

Un cycle amorti

La croissance de l'économie britannique serait proche de 1 % cette année et de 2,2 % l'an prochain (tableau 32). L'ampleur du cycle serait réduite au regard des cycles précédents. Après un creux en début d'année, notamment dans l'industrie, l'activité arrêterait de se dégrader. Le *policy mix* permettrait, avec une politique budgétaire expansionniste et une politique monétaire relativement accommodante, de limiter l'ampleur du repli de l'activité. L'amélioration de l'environnement international permettrait une reprise des exportations.

Les aléas à la baisse de notre prévision sont ceux d'une récession plus prononcée au premier semestre dans l'industrie qui contaminerait davantage l'ensemble de l'économie. Les indicateurs conjoncturels disponibles ne nous permettent cependant pas de penser que ce scénario est le plus probable. Le schéma de reprise repose aussi largement sur l'amélioration de l'environnement international, notamment sur l'absence d'un fort ralentissement aux États-Unis et dans la zone euro.

La question de l'entrée de la livre dans l'euro ne se pose pas à court terme. Le gouvernement s'est cependant engagé depuis plusieurs semaines dans une stratégie d'entrée dans l'Union monétaire européenne, qui pourrait se concrétiser lors de la prochaine législature (c'est-à-dire pas avant 2003). Le *policy mix* actuel est l'inverse de celui qui permettrait d'entrer rapidement dans l'euro : une politique monétaire expansionniste serait nécessaire pour permettre la convergence vers les taux de la zone euro, alors qu'une politique budgétaire plus restrictive pourrait être nécessaire pour limiter la croissance et maintenir l'inflation annuelle

32. Royaume-Uni : contributions à la croissance du PIB

En points

	1998	1999	2000
Consommation des ménages	1,7	0,9	1,3
Consommation publique	0,3	0,6	0,5
FBCF totale	1,4	0,5	0,5
Exportations de biens et services	0,8	0,0	1,9
Importations de biens et services	– 2,5	– 1,1	– 1,9
Variations de stocks	0,2	– 0,2	– 0,1
PIB *	2,3	0,9	2,2

* La somme des contributions est inférieure de 0,4 point à la croissance du PIB en 1998, ce qui correspond à l'écart entre le PIB et les composantes, les comptes des deux dernières années n'étant pas équilibrés. Cet écart est maintenu en prévision à sa valeur du quatrième trimestre 1998.

Sources : ONS (Comptes nationaux trimestriels du troisième trimestre, estimations et révisions partielles du 23 février 1999), prévisions OFCE.

dans la limite de 2,5 %. Mais, selon notre prévision, et sans que cela résulte d'une volonté explicite des autorités politiques, le cycle conjoncturel du Royaume-Uni se rapprocherait cependant de celui des pays de la zone euro, à l'horizon 2001, du moins suivrait une trajectoire de croissance plus en phase avec la moyenne des pays de la zone : un des obstacles à l'entrée dans l'Union monétaire pourrait ainsi tomber.

Achevé de rédiger le 24 mars 1999.

33. Royaume-Uni : résumé des prévisions

	Niveaux 1997 mns de £ 1995	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		1998				1999				2000				1997	1998	1999	2000
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Dépenses de consommation finale des ménages [1]	488 945	0,7	0,4	0,1	0,4	0,4	0,3	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	3,9	2,6	1,4	2,0
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	142 857	0,4	0,4	0,6	0,3	0,8	1,1	1,1	0,7	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	1,5	3,0	2,3
FBCF	129 915	2,3	– 0,3	2,0	2,0	0,0	0,0	0,3	0,6	0,8	0,9	1,1	1,3	6,6	8,3	2,7	3,0
Variations de stocks, en mns £ 1995	3102	397	1109	868	1891	1 300	700	500	600	600	700	700	700	3 102	4265	3100	2 700
Dépenses totales en biens et services	764 819	0,5	0,6	0,4	1,2	0,1	0,1	0,4	0,5	0,5	0,7	0,7	0,5	3,8	3,5	1,7	1,7
Exportations de biens et services	236 522	– 0,4	1,5	0,5	– 2,4	0,0	0,5	1,3	1,3	1,4	1,6	1,8	2,2	8,7	2,7	0,1	5,9
Importations de biens et services	245 140	0,5	2,3	1,4	0,9	0,2	0,5	1,0	1,2	1,3	1,5	1,7	1,7	9,5	7,8	3,3	5,3
PIB	756 112	0,4	0,5	0,3	0,2	0,0	0,1	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,8	3,5	2,3	0,9	2,2
Solde courant, en points de PIB		– 0,6		0,2		– 1,0		– 0,8		– 0,4		0,1		0,8	– 0,2	– 0,9	– 0,1

*A l'exception des lignes « variations de stocks » et « solde courant ».

1. Y compris ISBLSM.

Sources : ONS, prévisions OFCE.