



N° 183 — Mercredi 31 mars 1999

### LES VIRTUOSES

#### La conjoncture britannique au printemps 1999

Le Royaume-Uni a connu depuis 1992 une croissance soutenue (en moyenne de 2,9 % l'an contre 1,8 % pour les pays de la zone euro), qui a contribué à maintenir une inflation relativement élevée, un certain déficit commercial et, depuis 1997, une livre surévaluée. Au printemps 1999, la croissance cherche un nouveau souffle. Les exportations se sont repliées sous l'effet du ralentissement du commerce mondial et de l'appréciation passée de la livre. L'activité s'est contractée dans l'industrie et s'est infléchie dans les services. La demande interne a ralenti, bien que les investissements des entreprises soient restés soutenus. La croissance a encore été de 2,1 % en moyenne annuelle en 1998 (après 3,5 % en 1997), mais seulement de 1,1 % en glissement annuel. Le taux de chômage a continué à baisser pour s'établir 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. Elle est proche de la cible de la politique monétaire, fixée à 2,5 %, pour l'indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires (RPIX). Elle n'est cependant que de 1,5 % selon l'indice harmonisé des prix à la consommation (IPCH), référence retenue pour l'évolution des prix dans la zone euro<sup>(1)</sup>. Le solde public est devenu excédentaire de 0,6 point de PIB. La dette publique a diminué et représente 49,4 points de PIB. Le déficit commercial s'est creusé, mais grâce au maintien de l'excédent des services, et récemment d'un excédent exceptionnel des revenus d'investissement, la balance courante reste excédentaire (de 0,2 point de PIB en 1998). Dans ce contexte, la politique économique doit éviter une récession durable et faire baisser la livre sans relancer les tensions inflationnistes : délicat exercice de virtuoses...

#### Aux portes de l'euro

Le Royaume-Uni a décidé de ne pas participer à l'Union monétaire européenne au 1<sup>er</sup> janvier 1999, mais s'est réservé la possibilité d'entrer au moment de son choix. Cette entrée n'est pas à l'ordre du jour, mais le gouvernement la prépare à l'horizon de la prochaine législature, c'est-à-dire pas avant 2003. Le décalage conjoncturel vis-à-vis des pays d'Europe continentale a été un des arguments avancés par les autorités britanniques pour justifier leur décision. Le décalage est aussi structurel : la zone euro a connu au cours

des années récentes une croissance moins forte que le Royaume-Uni, n'a pas réduit son taux de chômage et a accumulé des excédents extérieurs.

Les bonnes performances macroéconomiques britanniques ont permis une politique budgétaire restrictive jusqu'en 1998 (le solde structurel primaire est passé d'un déficit de 4,1 points de PIB en 1993 à un excédent de 2 points en 1998). Mais le risque de surchauffe a conduit la Banque d'Angleterre à pratiquer une politique monétaire restrictive depuis la mi-1997. Le ralentissement de l'activité pourrait se transformer en récession au premier semestre 1999. Mais le Royaume-Uni est le dernier grand pays européen libre de mener sa politique économique et sa politique monétaire et devrait s'en servir pour soutenir l'activité. Les marges de manœuvre sont d'autant plus confortables que, si l'on met à part la condition de stabilité des changes, les critères de convergence du Traité de Maastricht sont respectés (tableau 1).

#### 1. Situation du Royaume-Uni au regard des critères de convergence, en 1998

	Limite	Royaume-Uni	Zone euro
Solde public en points de PIB	- 3	+ 0,6	- 2,1
Dette publique en points de PIB	60	49,4	73,8
Inflation <sup>(1)</sup>	2,1	1,6	1,1
Taux d'intérêt nominal à long terme <sup>(2)</sup>	6,6	5,4	4,6

(1) L'inflation, mesurée selon l'IPCH, ne doit pas dépasser de plus de 1,5 % le taux d'inflation moyen, observé au cours d'une période d'un an, des trois Etats membres qui présentent les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix. En janvier 1999, ces pays étaient l'Allemagne, la France et le Luxembourg (0,6 % sur un an).

(2) La limite est la moyenne, sur un an, des taux d'intérêt des titres publics à long terme des trois pays ayant connu la plus faible inflation, auxquels on ajoute 2 %.

Sources : Eurostat, ONS.

#### La politique monétaire s'est enfin assouplie

Le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre (CPM) a enclenché le mouvement de baisse des taux le 7 octobre dernier en diminuant d'un quart de point le taux d'intervention qu'il 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 du Royaume-Uni

(1) Les autorités britanniques considèrent que la variable RPIX est plus représentative de l'inflation que l'IPCH.

nettement au-dessus de ceux de la zone euro (de 2,5 points) et, dans une moindre mesure, des Etats-Unis (d'un point). En termes réels, l'écart était de 1,7 point avec la zone euro en début d'année, sur la base de l'IPCH, et de 0,8 point avec les Etats-Unis.

Les taux d'intérêt à court terme restent élevés au regard d'une règle de Taylor<sup>(2)</sup>, 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 décèlent pas davantage, puisqu'il doit maintenir l'inflation dans une fourchette de 1 % autour de la cible. Le ralentissement de l'activité et surtout celui de la progression des rémunérations<sup>(3)</sup>, devraient atténuer les craintes de tensions sur le marché du travail, qui ont longtemps freiné la baisse des taux l'an dernier. Si, comme nous l'envisageons, le ralentissement ne se transforme pas en récession, le CPM pourrait abaisser les taux d'un point d'ici la mi-1999. A l'horizon 2000, le maintien de taux proches de 4,5 % correspondrait à une politique monétaire neutre, sous l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation (la baisse des tensions internes serait compensée par l'arrêt de la baisse des prix des matières premières et par la dépréciation du taux de change) et de la reprise progressive de l'activité.

La livre était revenue à la mi-1998, en termes effectifs comme réels, aux niveaux précédant la dévaluation de 1992 (soit une appréciation de 30 %), et peine à se déprécier depuis. L'évolution des taux d'intérêt et des écarts conjoncturels avec la zone euro, ainsi qu'une baisse du dollar par rapport à l'euro, devraient permettre à la livre d'approcher 1,33 euro à la fin de l'an 2000, niveau considéré comme un cours envisageable d'entrée dans l'Union monétaire, ce qui représenterait une baisse du taux de change effectif nominal de 8 %.

### Une politique budgétaire de velours dans un gant de fer

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. 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).

(2) Selon la règle :  $r = p + 0,5(p - 2,5) + 0,5ey + c$  avec  $r$  : taux d'intérêt au jour le jour,  $p$  : taux de croissance en glissement annuel des prix (RPIX, cible de la politique monétaire),  $ey$ , écart entre la production et la production tendancielle (environ 2,2 sur les dix dernières années),  $c$  : constante, qui représente le taux réel d'équilibre de longue période, que Taylor considère voisin du taux de croissance tendanciel, soit environ 2,2 %.

(3) Selon le nouvel indice (*Average Earnings Index*) publié début mars, les rémunérations auraient progressé de 4,3 % en glissement en décembre, soit un ralentissement de 1,4 point depuis le point haut de mai.

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 1<sup>er</sup> octobre 1999 d'un crédit d'impôt (*Working Family Tax Credit*), qui leur assurera un revenu minimal. 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. Enfin, une fiscalité plus écologique est mise en place : hausse de 6 % par an, en termes réels, de la fiscalité sur les carburants (soit environ 0,2 point de PIB par an), instauration en 2001 d'une taxe sur la consommation énergétique des entreprises, compensée par une baisse des cotisations employeurs de 0,5 point.

### La politique économique limiterait le risque d'une récession

L'industrie est en récession, mais la dégradation des enquêtes dans l'industrie semble s'être arrêtée. La consommation des ménages a ralenti en 1998, mais la confiance des consommateurs remonte depuis l'automne. L'amélioration des enquêtes provient sans doute en partie de l'assouplissement de la politique monétaire. La baisse des taux d'intérêt et le soutien de la politique budgétaire devraient permettre d'échapper à la récession. L'emploi ralentirait, 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 1<sup>er</sup> avril prochain. Les allègements d'impôt soutiendraient les dépenses des ménages.

### 2. Prévisions pour 1999 et 2000 <sup>(1)</sup>

Taux de croissance annuels en %, sauf <sup>(3)</sup>

	1997	1998	1999	2000
Consommation finale des ménages	3,9	2,6	1,4	2,0
Consommation finale des administrations publiques	0,0	1,5	3,0	2,3
FBCF	6,6	8,3	2,7	3,0
Exportations de biens et services	8,7	2,7	0,1	5,9
Importations de biens et services	9,5	7,8	3,3	5,3
PIB	3,5	2,3	0,9	2,2
Prix de détail <sup>(2)</sup>	2,8	2,5	2,5	2,5
1£ = ...euro <sup>(3)</sup>	1,49	1,43	1,49	1,33

(1) La prévision s'appuie sur les estimations du quatrième trimestre publiées le 23 février 1999 (cf. *Revue de l'OFCE* n° 68, avril 1999, à paraître). La croissance était alors estimée à 2,3 % pour 1998 et a depuis été révisée en baisse à 2,1 %.

(2) Hors intérêts hypothécaires (RPIX), en glissement annuel.

(3) Cours au quatrième trimestre.

Sources : ONS, prévisions OFCE.

La croissance serait proche de 1 % cette année et de 2,2 % l'an prochain au Royaume-Uni (tableau 2). L'ampleur du repli de l'activité serait réduite au regard des cycles précédents. Mais l'amélioration des conditions extérieures, en termes de demande comme de taux de change, est une condition essentielle pour que la reprise ait lieu.

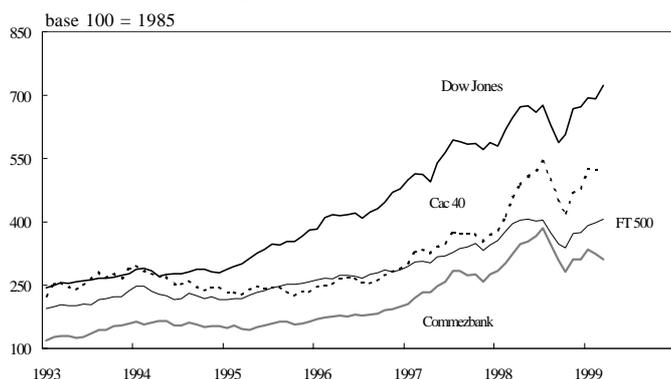
Catherine MATHIEU  
Département Analyse et Prévision

# QUAND LA BULLE ÉCLATERA

Les cours boursiers américains et européens ont rapidement remonté après la baisse survenue à la fin de l'été 1998 (graphique). Cette nouvelle envolée a relancé le débat sur l'ampleur d'une éventuelle surévaluation des actions ainsi que sur le risque d'une correction boursière importante et ses répercussions sur l'activité, tout particulièrement aux Etats-Unis. L'évolution du prix des actions au cours des années 1990 semble montrer une déconnexion croissante entre les marchés financiers et l'économie réelle. Ainsi, depuis 1991, si le PIB américain a crû en valeur à un taux moyen de 5 % l'an et les profits des entreprises de 10 % l'an, le cours des actions a progressé en moyenne de 17 % l'an. Les P.E.R. (*price earning ratio*, soit la capitalisation boursière rapportée aux profits) ont atteint des niveaux historiquement élevés. Les indicateurs traditionnels utilisés pour juger de la conformité de l'évolution du prix des actifs boursiers à une régularité de long terme (P.E.R., primes de risque entre actions et obligations,  $q$  de Tobin<sup>(1)</sup>) laissent supposer que les actions sont actuellement surévaluées de l'ordre de 20 à 30 %<sup>(2)</sup>.

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 une nouvelle hausse et de nouvelles plus-values. Celles-ci ne seraient donc pas extrapolables à l'infini. Toutefois, selon d'autres analystes, l'appréciation du cours des actions proviendrait de l'anticipation de profits élevés (particulièrement dans certaines branches liées aux nouvelles technologies) et de la disparition de la prime de risque vis-à-vis des marchés obligataires. Un ajustement boursier ne serait pas nécessaire, puisque une croissance durable serait assurée par le développement de ces nouveaux secteurs d'activité. Les hypothèses retenues dans l'exercice présenté ici ne correspondent pas à ce scénario.

Indices boursiers



Source : Financial Times.

Dans l'hypothèse d'un retournement boursier menaçant l'économie américaine, il serait difficile d'anticiper la datation et l'ampleur de l'ajustement. Nous nous proposons ici d'estimer les conséquences sur l'activité économique d'une correction boursière de 20 %, soit environ de l'ampleur de la surévaluation.

(1) 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.

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

## Comment la variation des prix des actifs financiers se transmet-elle à l'activité économique ?

La hausse du cours des actions constitue un facteur 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 hausse du patrimoine financier des ménages<sup>(3)</sup>. L'impact d'une variation du prix des actions, facteur le plus volatil de la croissance de la richesse financière totale des ménages, sur la consommation privée est traité ici comme un effet de richesse, soit 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 cycle de vie, les ménages définissent leur comportement de consommation en fonction de leur revenu moyen sur longue période (leur revenu permanent), c'est-à-dire du revenu disponible courant, des anticipations d'évolution du revenu et de la richesse initiale. 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 pour constituer un revenu complémentaire pour la retraite. Une augmentation inattendue de la richesse, induite par une hausse de la Bourse, relâche la contrainte de ressources, permet de réduire l'épargne nécessaire au plan de consommation et d'accumulation d'actif désiré, et ainsi d'augmenter les dépenses de consommation. Cet effet devrait être 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 atteindre 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. Il devrait être particulièrement important aux Etats-Unis où la forte progression des cours boursiers a permis un doublement du patrimoine financier net des ménages au cours des dix dernières années.

A cet effet s'ajoutent d'autres canaux de transmission. Ainsi, une hausse du prix des actions reflétant la valeur de marché du capital d'une entreprise impulse les dépenses d'investissement de celle-ci, le coût de remplacement du capital étant alors relativement plus faible et les ratios d'endettement améliorés. Un autre canal de transmission est la fiscalité : quand les plus-values boursières sont réalisées donc taxées, elles participent à l'assainissement des finances publiques.

## Des structures de la richesse financière des ménages américains et européens très différentes

La capitalisation boursière est d'une ampleur radicalement différente aux Etats-Unis et en Europe. Elle représentait, en 1997, 7.800 milliards de dollars, soit 96 % du PIB aux Etats-Unis, contre seulement 40 % du PIB en France. La moitié du patrimoine financier net des ménages

(3) Voir : H. Baudchon et V. Chauvin : « Les cigales épargnent-elles ? », *Revue de l'OFCE*, n° 68, janvier 1999.

américains se compose d'actifs sensibles aux cours de la Bourse (actions, assurance vie, OPCVM, fonds de pension). La part est équivalente au Royaume-Uni ; elle serait d'un peu plus d'un tiers en France et d'environ 10 % en Allemagne. Par ailleurs, un quart des ménages américains possèdent des actions et les ménages américains détiennent 60 % de l'ensemble des actions cotées, tandis que, en France, seulement un ménage sur huit en détient et la part des actions détenues par les ménages représente moins d'un tiers de l'ensemble des actions cotées.

Nous nous intéressons dans la suite aux effets de richesse, soit à un choc sur les dépenses des ménages. Quelques études économétriques ont testé la réaction de la consommation privée à une variation du cours des actions. 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 Etats-Unis. En fait, les résultats des tests d'un effet de richesse sont souvent peu robustes ; les valeurs des propensions obtenues varient beaucoup selon la période et la méthode d'estimation. Nous avons retenu finalement une propension à consommer la richesse financière des ménages de 0,2 pour les Etats-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. Nous évaluons l'impact d'un retournement des cours boursiers de 20 % à l'aide d'une simulation réalisée avec le modèle multinational MIMOSA.

### Impact d'une dépréciation des actifs boursiers aux Etats-Unis et en Europe

Nous supposons donc une dépréciation des actifs financiers de 20 % en Europe et aux Etats-Unis. Cette baisse des cours se traduit, *via* les effets de richesse, par une contraction de la consommation des ménages. Nous supposons qu'un tel choc s'accompagne d'un assouplissement immédiat de la politique monétaire de 50 points de base aux Etats-Unis et de 25 points de base en Europe. Par la suite, les taux d'intérêt baissent selon la fonction de réaction usuelle des Banques centrales.

L'impact sur le PIB des Etats-Unis est important et rapide (-0,8 point dès la première année). Ce ralentissement notable tient à l'importance des effets de richesse pour les ménages américains. Le fort ralentissement de la consommation conjugue l'effet direct (allant jusqu'à 1 % aux Etats-Unis) à l'effet de la moindre 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. Elle induit une augmentation du taux d'épargne et une baisse de la FBCF logement. Par contre, une activité moins soutenue permet une détente supplémentaire des taux d'intérêt. Cet assouplissement a un effet positif sur la demande, qui compense en partie la contraction de la consommation et de l'investissement productif. La dépréciation du dollar permet en outre une croissance légèrement plus soutenue des exportations dès la deuxième année suivant le choc. Toutefois, ces deux effets antagonistes ne suffisent pas à compenser la contraction de la demande intérieure.

### Impact sur la croissance d'une correction boursière aux Etats-Unis

Ecart au compte central	1 <sup>ère</sup> année	2 <sup>ème</sup> année	3 <sup>ème</sup> année
<b>PIB (en %)</b>			
Etats-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
Ensemble de l'OCDE	-0,5	-0,8	-1,0
<b>Prix de la consommation (en %)</b>			
Etats-Unis	0,0	-0,3	-0,7
Union européenne	0,0	-0,2	-0,4
<b>Balance courante (en milliards de \$)</b>			
Etats-Unis	17	30	36
Union européenne	-4	-6	-10
Ensemble de l'OCDE	10	16	14
<b>Chômage (en points)</b>			
Etats-Unis	0,3	0,7	0,8
Union européenne	0,1	0,3	0,4
<b>Solde public (en points de PIB) <sup>(1)</sup></b>			
Etats-Unis	-0,1	-0,3	-0,3
Union européenne	-0,1	-0,2	-0,2
<b>Taux d'intérêt à court terme (en points)</b>			
Etats-Unis	-0,7	-1,2	-1,6
Royaume-Uni	-0,4	-0,8	-1,3
Euro11	-0,3	-0,5	-0,6
<b>Taux de change (en %) <sup>(2)</sup></b>			
Royaume-Uni	-1,8	-2,3	-2,4
Euro11	-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.

Sources : modèle Mimosa, OFCE.

Les conséquences du choc boursier en Europe sont plus modérées. Elles conjuguent un effet de richesse, une réduction des exportations en liaison avec la dépréciation du dollar et la baisse de la demande américaine, mais aussi l'impact positif d'une réduction des taux d'intérêt, amplifiée par la réaction à un fléchissement de l'activité. Le Royaume-Uni enregistre une plus forte réduction de la croissance de son économie que ses partenaires européens. Cela tient au fait que les effets de richesse y sont plus importants, la part de la richesse financière des ménages détenue sous forme d'actions étant voisine de celle observée aux Etats-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 sur les dépenses des ménages est plus modéré. La détente initiale de la politique monétaire amortit rapidement le retrait de la consommation privée dû à la réduction de la richesse financière.

Une dépréciation des actifs boursiers de 20 % aux Etats-Unis et en Europe, malgré la détente immédiate des taux d'intérêt, ampute ainsi globalement la croissance du PIB de l'OCDE de plus d'un demi point la première année et de 0,25 point les deux années suivantes<sup>(4)</sup>. Tel est l'ordre de grandeur associé à la correction de la surévaluation des cours boursiers estimée actuellement.

(4) Ces estimations ne tiennent pas compte d'une propagation de l'ajustement boursier à l'investissement.