



N° 186 — Mardi 15 juin 1999

L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE EN 1999 ET 2000*

Cette lettre reproduit les parties essentielles du rapport d'analyse conjoncturelle et de prévision réalisé semestriellement par cinq institutions, dont l'OFCE, appartenant à cinq pays différents d'Europe — Allemagne, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni.

L'environnement international

La croissance mondiale restera probablement cette année aussi faible qu'en 1998, en dépit d'une accélération progressive en cours d'année. On estime que le volume du commerce mondial a chuté substantiellement dans la deuxième moitié de l'an passé, et ne montre encore guère de signes de reprise rapide. Cependant la confiance des investisseurs semble s'améliorer dans beaucoup de pays émergents et les autorités monétaires de nombreuses économies industrialisées ont sensiblement abaissé les taux d'intérêt à court terme depuis l'automne dernier. En l'absence de nouvelles turbulences financières, une modeste reprise est attendue pour cette année, tirée par de meilleures perspectives en Asie. Le PIB mondial pourrait croître de 2 ¼ % cette année puis de 3 % en 2000.

Les économies développées contribueront globalement peu au rebond d'ensemble. L'économie américaine est restée beaucoup plus dynamique que prévu, mais connaîtrait un atterrissage en douceur l'an prochain, surtout si la Réserve fédérale décide de durcir sa politique monétaire. L'activité japonaise sera, au mieux, stable l'an prochain après deux années de déclin, les surcapacités restant fréquentes et la demande intérieure encore faible. Le marasme persistant du Japon limitera le redressement des pays émergents. La

croissance de l'Europe de l'Ouest reprendra au cours des dix-huit prochains mois, grâce à la détente actuelle des conditions monétaires. Toutefois, le redémarrage est loin d'être acquis dès 1999, l'atonie semblant devoir persister en Allemagne et en Italie.

L'inflation s'accélérait légèrement, à partir d'un niveau historiquement bas, sous l'effet, entre autres, d'une certaine hausse des prix internationaux des matières premières, en particulier celle, récente, du pétrole. Dans la zone euro, les prix à l'importation augmenteront aussi en raison de la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar. La force persistante du dollar provient en partie de la très bonne performance de l'économie américaine relativement à l'Europe, et de l'écart croissant de taux d'intérêt avec celle-ci. Des évolutions en sens inverse affaibliront le dollar. Sa baisse serait encore plus marquée en cas de chute du cours des actions.

L'Europe de l'Ouest a nettement subi la contraction des pays en crise, qui a déprimé sa production industrielle durant l'an dernier. Les perspectives européennes dépendent fortement du moment et de la rapidité du retournement de ces effets. Les Etats-Unis ont puissamment tiré l'économie mondiale jusqu'à présent, mais des déséquilibres peuvent y provoquer un ralentissement au cours des dix-huit prochains mois. Ceci influencerait sensiblement l'Europe.

Reprise modérée dans les pays en développement

La croissance actuelle des pays en développement est mitigée. Depuis le second semestre 1998, la situation s'est dégradée pour de nombreux pays émergents. La production a chuté en Amérique latine et la croissance des pays en transition s'est ralentie à la suite de la crise russe et du retournement de conjoncture de l'Europe de l'Ouest. Cependant, plusieurs économies d'Asie montrent des signes de reprise. Dans l'ensemble, nous attendons pour cette année une croissance des pays en développement de 2 ¼ %, du même ordre que l'an dernier.

*Rapport préparé par :

- CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, *La Haye* ;
- Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, *Kiel* ;
- National Institute for Economic and Social Research, *Londres* ;
- Observatoire Français des Conjonctures Economiques, *Paris* ;
- PROMETEIA, *Bologne*.

Les cinq instituts européens de recherche se sont associés pour le projet « *Analyse de la conjoncture européenne* », EBCA.

L'intégralité du texte peut être consultée dans sa version anglaise, sur le site Web de l'OFCE.

L'activité en Asie du Sud-Est reprendra cette année et l'an prochain, mais moins qu'escompté, car la demande japonaise va à nouveau fléchir lorsque la relance de l'investissement public en cours touchera à sa fin. Malgré tout, la croissance asiatique hors Japon pourra atteindre 4 ½ % en 1999 et dépasser 5 % en 2000. Les signes d'amélioration les plus nets viennent de Corée, où le PIB a recommencé de croître. La croissance chinoise semble être restée solide, soutenue par un effort budgétaire significatif.

L'activité des pays en transition déclinera cette année de 1 % comme en 1998. On n'attend guère d'amélioration dans cette région pour l'an prochain. Toutefois certains pays, dont la Pologne et la Tchéquie, peuvent connaître un rebond plus marqué, provoqué par le renforcement de leurs marchés d'Europe de l'Ouest. La situation en Russie n'autorise pas de reprise, bien que la chute de la production semble toucher à son terme.

L'Amérique latine, y compris le Mexique, connaîtra un marasme persistant cette année, avec une très faible croissance. Mais l'an 2000 pourra voir un redressement progressif, facilité par une détente monétaire et de meilleurs termes de l'échange si les taux de change nominaux remontent et si les prix des matières premières se ressaisissent.

Le commerce mondial

La croissance du commerce mondial s'est interrompue au début de l'an passé. Les volumes d'échanges ont baissé au quatrième trimestre 1998, sans amélioration sensible au premier trimestre de cette année. Bien que l'on attende une reprise de la demande mondiale à compter du deuxième trimestre à un rythme annuel de 6 %, la moyenne annuelle de 1999 ne progressera probablement que d'environ 3 %, en raison du faible niveau de départ. Les échanges commerciaux augmenteront d'environ 6 % en 2000.

Le net ralentissement de la croissance du commerce mondial était d'abord dû à la chute de la demande asiatique, Japon inclus. Au cours de 1998 le tassement a gagné le Moyen-Orient, la Russie et l'Amérique latine. Dans les années précédant la crise financière, les importations des pays en développement croissaient en moyenne de 11 % l'an. Un pic a été atteint à plus de 15 % à l'automne 1997. Mais, au quatrième trimestre 1998 les importations étaient en retrait de 10 % sur l'an passé. L'impact sur le commerce mondial a été massif, car les importations des pays en développement comptent pour plus d'un tiers de la demande mondiale. Les exportations des pays industriels ont globalement baissé au dernier trimestre 1998, tandis que leurs importations ont stagné. Le commerce européen a été particulièrement touché. Cependant, celui de l'Amérique du Nord a continué d'augmenter, en raison d'une forte croissance de la demande intérieure.

La variation sur un an des importations des pays en développement a amorcé son redressement en novembre dernier. Ceci résulte entièrement d'une demande accrue en Asie du Sud-Est. Ailleurs la chute des importations s'est poursuivie ou tout juste interrompue. Les importations des pays industriels n'ont guère varié dans les premiers mois de 1999, encore en hausse en Amérique du Nord, et en baisse en Europe de l'Ouest.

Nous attendons un renforcement de la demande à l'importation de la part des pays en développement à partir de

maintenant, mais, étant donné le faible niveau du début d'année, celle-ci restera négative en moyenne annuelle. L'an prochain elle croîtrait de 6,5 %. Les importations des pays industriels augmenteraient de 4,5 à 5 % cette année, avec une modeste accélération l'an prochain. En Europe elles reprendront à partir du second trimestre de cette année, alors qu'elles ralentiront probablement aux Etats-Unis et qu'elles resteront faibles au Japon.

Les prix internationaux ont nettement reculé l'an dernier en raison de la faiblesse de la demande. Ceux de nombreux produits industriels et de produits de base non énergétiques ont de nouveau baissé début 1999. Cependant, les cours du pétrole ont bondi de quelque 50 % à la suite de l'accord entre les principaux pays producteurs limitant la production. L'hypothèse retenue est qu'en moyenne les cours resteront proches des niveaux récents de 15 à 16 \$ le baril durant la période de prévision. Les cours des matières premières se redresseront en cours d'année, en réaction à une demande accrue, aux réductions de stocks et aux restrictions d'offre. Les prix des produits manufacturés échangés resteraient à peu près stables en monnaies nationales en 1999-2000, soit une légère hausse en dollars, étant donné les perspectives de dépréciation de la monnaie américaine.

Atterrissage en douceur de l'économie américaine

Aux Etats-Unis, la croissance a conservé une vigueur inattendue. La production a crû de 1,1 % au premier trimestre 1999, en hausse de 4 % sur un an. Chacune des trois dernières années a connu une croissance de 3,5 à 4 %, un degré élevé d'utilisation des facteurs de production, et une progression plus vive de la productivité globale, mais l'inflation a été de plus en plus faible. La demande privée a augmenté de 5 % en 1998, soutenue par des effets de richesse liés à l'appréciation de la Bourse, et le taux de chômage est tombé à son plus bas niveau depuis 1970. L'inflation, mesurée par le déflateur des prix à la consommation, est passée en dessous de 1 %, soit le plus bas taux depuis 1955.

La croissance réelle du PIB serait encore de 3 ¾ % en moyenne pour cette année, du fait d'une forte demande interne. Le rythme d'activité se ralentira courant 2000, vers 2 ¼ %, reflétant des conditions monétaires plus strictes, l'impact des récentes baisses de profits et l'atténuation progressive des effets de richesse.

La réaction rapide de la Réserve fédérale faisant suite à l'éclosion de la crise financière de l'automne dernier a permis d'enrayer la contagion aux marchés financiers, aidant ainsi à préserver la dynamique de la phase d'expansion en cours. Le taux des fonds fédéraux a été réduit de 75 points de base jusqu'à 4 ¾ %, et encore récemment les marchés financiers ont continué à s'attendre à un léger assouplissement supplémentaire au cours de cette année. Ceci semble maintenant improbable. La demande interne reste beaucoup plus forte que généralement attendu, laissant attendre un nouveau resserrement du marché du travail. La croissance des salaires réels s'est accélérée durant les dix-huit mois écoulés alors que le taux de chômage tombait en deçà de 4,5 % ; mais il n'en a pas été de même des salaires nominaux du fait de la très faible inflation. L'inflation pourrait se renforcer quelque peu avec la récente hausse des prix du pétrole. Par ailleurs la croissance monétaire reste forte, l'agrégat large (M3) étant au premier trimestre 1999 à 10,5 % au-dessus de l'an dernier, soit bien au-delà de la fourchette de 2 à 6 % spécifiée par la Réserve fédérale.

L'hypothèse retenue en prévision est que les taux à court terme augmenteront de 50 points de base d'ici à la fin de l'année, ainsi que l'attendent les marchés. Ceci permettra de maintenir les taux d'intérêt réels à court terme à leur niveau actuel lorsque l'inflation commencera à monter. Les taux longs se stabiliseront autour de 5,5 %. La confiance des consommateurs s'est nettement redressée depuis l'automne dernier, en ligne avec la reprise de la Bourse, et avec la vigueur persistante de la consommation ; celle-ci a crû de 1,6 % au premier trimestre 1999, soit 5,5 % au-dessus d'un an auparavant. L'investissement en logement s'est aussi fortement développé. Le taux d'épargne est maintenant négatif et sera en moyenne de -0,5 point cette année, tandis que les dépenses de consommation progresseront de 5 %.

La baisse continue du taux d'épargne a pour contrepartie la montée du ratio patrimoine-revenu, largement dû à la forte hausse de prix des actions. Si cette hausse vient à se ralentir, il faudra envisager un redressement progressif du taux d'épargne. La projection inclut un tel retournement. L'hypothèse centrale est que les prix des actions stagneront en 1999, puis augmenteront au rythme du PIB nominal en 2000. La croissance de la richesse nette en sera freinée, de même que la dépense. La progression de la consommation ralentira vers 2 ½ % l'an prochain.

L'investissement productif reste dynamique, en hausse de 1,8 % au premier trimestre 1999, après 11 ¾ % en 1998. L'importance actuelle des capacités industrielles disponibles et une tendance hésitante des profits modéreront probablement la hausse de l'investissement l'an prochain. L'économie bénéficie d'effets d'offre positifs, tirés de la forte expansion de l'investissement au cours des trois dernières années : le stock de capital s'est élevé en volume de près de 13 % depuis la fin 1993. La hausse du capital par tête a accru la croissance potentielle. La Réserve fédérale en a tiré les conséquences en maintenant des taux d'intérêt plus bas que lors d'autres phases de tensions sur les facteurs de production.

La productivité du travail a progressé de 2 ¼ % en 1998, soit le taux le plus rapide depuis 1992, début de ce cycle. Elle a gagné en moyenne 2 % sur les trois dernières années, soit bien plus que la tendance de 1 à 1 ¼ % observée au cours des deux dernières décennies. Ceci est cohérent avec la hausse du capital par tête. Le rythme du progrès technique a pu lui-même être renforcé, dans la mesure où l'investissement a incorporé de nouvelles technologies. S'il s'agit d'un phénomène durable, l'économie pourra alors tourner à un taux d'utilisation plus élevé, sans accentuer les tensions inflationnistes. Cependant, il n'y a pas encore assez d'éléments pour adopter sans risque une telle hypothèse.

Le progrès récent de la productivité du travail est inhabituel au moment où les derniers embauchés ont une efficacité relativement faible. On s'attend pour cela à ce qu'il ralentisse vers 1 ¾ % en 1999 et 1 ¼ % sur les cinq prochaines années. Ceci impliquerait que l'activité converge progressivement vers un niveau potentiel de production revu en hausse, et non qu'elle suive un sentier de croissance durablement plus rapide autorisant le maintien du taux d'emploi actuel.

Les tensions inflationnistes ont paru récemment un peu renforcées, bien que cela résulte surtout de l'énergie et de facteurs spécifiques. Les prix de l'énergie ont augmenté de plus de 20 % en mars, et les prix à l'importation amorcent leur stabilisation après une baisse de plus de 6 % l'an dernier. Ils augmenteront quelque peu en 2000 si le dollar se déprécie.

L'inflation repartira légèrement cette année et l'an prochain, en s'alignant sur la hausse des coûts intérieurs. Les coûts unitaires de main-d'œuvre augmenteront de 2,5 % en 1999, dans la tendance de 1997 et 1998. Avec des prix à l'importation en reprise, les prix à la consommation pourraient aussi augmenter de 2,5 % en 2000.

Le déficit courant s'est encore accentué l'an dernier, passant de 1,9 % du PIB en 1997 à 2,7 %. Les exportations de biens et services en volume n'ont progressé que de 1,5 % l'an passé. L'environnement commercial est resté déprimé au premier trimestre 1999, et les exportations ont reculé de 3 %. En revanche les importations ont encore augmenté de 3 % du fait d'une forte demande intérieure. Les exportations nettes réduiront le PIB de 1,2 point cette année, comme en 1998 ; le déficit courant se creusera à 3,5 % du PIB durant ces deux années à venir. L'élargissement du déficit a pour contrepartie celui du secteur privé, à présent le plus ample des trente-cinq dernières années. Ceci ne pourra durer indéfiniment, car les résidents américains seraient de plus en plus redevables vis-à-vis de l'étranger, et paieraient toujours plus de charges d'intérêt. Les engagements nets à l'égard de l'étranger seront passés de 9 ¼ % du PIB en 1995 à environ 25 % en 2000. Un ajustement en douceur des déséquilibres actuels est tout à fait concevable, si la croissance ralentit pendant quelque temps un peu en deçà de sa tendance potentielle. Cependant, un ajustement plus brutal revêt une probabilité croissante, impliquant une rapide correction du dollar, et des pressions protectionnistes renforcées.

Pas de reprise japonaise en vue

L'économie japonaise demeure déprimée, et le PIB nominal poursuit sa baisse. Le volume du PIB a reculé de près de 3 % l'an dernier, soit la plus importante baisse de l'après-guerre. Les récents programmes budgétaires semblent avoir amorcé une stabilisation de l'activité. Mais la demande privée, tant interne qu'externe, restera faible, ce qui fera encore reculer le PIB de 1 à 1,5 % en 1999. Les entreprises s'attendent enfin à régler les excès de capacités et de main-d'œuvre. A terme, ceci permettra de mieux asseoir une reprise ; pour le moment cela accentue les forces dépressives. On n'attend pas de croissance japonaise significative en l'an 2000.

L'activité est soutenue par l'incidence des mesures budgétaires introduites l'an dernier. Les « mesures économiques d'urgence » annoncées en novembre équivalraient à 4 ¾ % du PIB si elles étaient intégralement réalisées. Elles se sont ajoutées aux initiatives annoncées en avril 1998, d'un montant de 3 ¼ % du PIB. Ces deux programmes ont nettement dopé l'investissement public et réduiront les impôts directs.

La Banque du Japon a abaissé son taux de refinancement au jour le jour à 0,15 % en février. Bien qu'il n'y ait guère d'indices qu'elle s'oriente vers une création monétaire soutenue, elle a pris des mesures visant à renforcer la liquidité et atténuer les difficultés financières des entreprises.

La déflation s'est largement diffusée. Les prix de gros et de détail ont simultanément baissé au premier trimestre 1999. Les prix à l'importation, reflétant l'appréciation du yen, sont en retrait de 12 ¾ % sur un an. Les prix à la consommation baisseront de 0,3 % en 1999 et de 0,2 % en 2000.

L'enquête Tankan de mars a fait apparaître un modeste retournement haussier du climat des affaires, à la fois dans les

secteurs manufacturier et non-manufacturier, reflétant l'effet du soutien accordé aux banques et de la relance de l'investissement public. La remontée de la Bourse pourrait soulager les difficultés financières des sociétés, dont les profits ont chuté de 25 % l'an dernier. Il y a toutefois peu de chances que leurs dépenses repartent dans l'immédiat. De nombreuses firmes ont commencé à se restructurer, ce qui pèse à court terme sur l'activité. L'investissement fixe productif a reculé de 11 ¼ % en 1998. Les intentions d'investissement demeurent faibles et davantage d'entreprises ont déclaré être en excès de capacité à l'enquête de mars. Le volume de l'investissement privé baissera encore fortement en 1999 et, au mieux, se stabilisera en 2000.

La détérioration du marché du travail s'est poursuivie récemment, le taux de chômage atteignant un nouveau record. L'emploi moyen des mois de décembre à février a été en retrait de 1 % sur un an. Ce faible recul n'est qu'un aspect de la réduction des coûts engagée par les entreprises : les heures travaillées et les salaires ont été amputés, et de nombreux emplois sont passés à temps partiel. La rémunération nominale par tête diminuera de 1 ¼ % en 1999 et de ¾ % en 2000. L'emploi total baissera de 1 ¼ % chacune des deux années et le taux de chômage dépassera 5 % en moyenne en 2000. Le revenu disponible perdra 1 % cette année après 0,5 % l'an dernier. Les consommateurs restent déprimés et les enquêtes auprès des particuliers ne donnent guère de signes de reprise des achats pour cette année. La consommation sera en retrait de 0,5 % cette année, l'investissement logement déclinant de 6,5 %.

La demande étrangère a elle aussi été médiocre l'an dernier, notamment du fait de l'Asie. Toutefois, la chute des importations provoquée par la faiblesse de la demande intérieure a été encore plus marquée. En 1999, la progression des exportations sera freinée par l'appréciation passée du yen, en dépit d'une amélioration modérée de la demande étrangère. L'excédent courant se maintiendra de 3 à 3 ¼ % du PIB jusqu'à l'an prochain.

Les politiques économiques en Europe

La politique budgétaire

Il y a à présent moins de craintes concernant la pérennité des ajustements budgétaires que certains pays ont effectués en vue de leur participation à l'UEM. En 1998, tous les membres de l'UEM ont réussi à maintenir leur déficit budgétaire en deçà des 3 %, consolidant les résultats de 1997 par une politique à peu près neutre. Cependant, la situation a changé en cours d'année. La croissance a été plus affectée que prévu par la crise des pays émergents. Les priorités politiques se sont aussi modifiées, les grands pays européens ayant tous à présent des gouvernements de centre-gauche. Bien que l'on ne sache pas encore clairement quelles politiques seront privilégiées dans les circonstances présentes, les principes du Pacte de stabilité et de croissance ne seront vraisemblablement pas remis en cause. Des mesures budgétaires viseront à stimuler la croissance et l'emploi, mais sans accroître les déficits structurels. Les marges de manœuvre sont faibles pour les pays, tels l'Italie et la Belgique, où le ratio de la dette au PIB est élevé.

En ce début d'année, tous les pays de l'UEM ont présenté des programmes de stabilité visant à réduire les besoins de financement publics en proportion du PIB au cours des deux prochaines années. Ces plans sont menacés par

l'affaiblissement inattendu de la croissance européenne. Les gouvernements laisseront jouer les stabilisateurs automatiques et toléreront des déficits plus élevés en 1999, afin d'éviter de prolonger le tassement de l'activité par un comportement budgétaire inutilement restrictif. Le déficit public de la zone euro sera d'environ 2 % du PIB cette année. Toutefois, dans certains pays tels la France et l'Italie, le déficit restera proche de 2,5 %. Dans d'autres pays, tels l'Autriche et l'Allemagne, il se maintiendra vers 2 %. En 2000, le déficit se réduira davantage si la reprise est bien au rendez-vous. Sinon, ces pays risqueraient de ne pas respecter les exigences du Pacte de stabilité et de croissance.

En dehors de la zone euro, l'orientation budgétaire varie selon les pays. Au Royaume-Uni, elle soutient la demande, les deux années (même si les recettes nettes s'alourdissent), mais elle est très restrictive au Danemark et, à un degré moindre, en Suède.

Le chômage élevé est un important défi pour la zone euro. Selon de nombreuses études, le réduire exige plusieurs leviers. Une croissance plus rapide ne peut éliminer que le chômage conjoncturel. Réduire le chômage structurel nécessite d'envisager des réformes des marchés du travail et du capital, d'abaisser la taxation du travail et d'aborder les aspects de long terme, tels que l'investissement en capital humain et la recherche-développement.

A court terme, l'emploi va probablement ralentir, et la plupart des gouvernements n'ont guère de latitude budgétaire pour soutenir la demande privée ou développer les infrastructures publiques. Les réformes structurelles sont longues à mettre en place et à produire leurs effets. Sans elles la progression de l'emploi pourrait s'avérer décevante lors de la reprise.

Sur les programmes de stabilité et de croissance

A l'été 1997, le Pacte de stabilité et de croissance a été ratifié afin d'éviter que les Etats-membres ne poursuivent des politiques budgétaires insoutenables après le lancement de l'UEM. On craignait que, sans une telle contrainte sur les politiques budgétaires nationales, la Banque centrale européenne se voie forcée à la longue de laisser l'inflation déprécier le stock croissant de dettes libellées en euros, en dépit de la clause de « non-renflouement » incluse dans le traité de Maastricht. L'engagement à respecter le Pacte de stabilité pouvait aussi aider les gouvernements à résister aux pressions en faveur de politiques expansionnistes qui les conduiraient à terme à une situation insolvable. Le Pacte de stabilité et de croissance appelle les gouvernements à rechercher l'équilibre budgétaire, voire un excédent sur le long terme. Des pénalités financières sont prévues en cas de déficits excédant les 3 % du PIB, sauf cas exceptionnel tel qu'une grave récession, afin de faire appliquer des politiques budgétaires soutenables. Les gouvernements ont aussi accepté de soumettre à la Commission européenne et au Conseil des ministres des Finances des programmes de stabilité et de croissance associés à des projections à moyen terme des finances publiques. La Commission peut ainsi vérifier si les budgets sont conformes au traité de Maastricht.

Tous les pays ont soumis leur premier rapport incluant des projections à 2002. Ces rapports seront actualisés chaque année. La Finlande, l'Irlande, le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni ont déjà été en excédent l'an dernier, et prévoient aussi d'y être en 2002. L'Espagne est le seul pays à

envisager de passer d'un déficit à un excédent sur la période. Pour la plupart des autres pays, le déficit reviendrait vers 1 % du PIB, bien que le gouvernement autrichien considère qu'un déficit de 1,5 % suffise à respecter le Pacte. En 2002, le déficit de la zone euro serait d'environ 0,9 % du PIB, à comparer à 2,3 % l'an dernier.

Il est important de se centrer sur le déficit structurel, dégagé des effets de la conjoncture, puisque la consolidation fiscale est définie en ces termes. Plusieurs gouvernements retiennent un taux de croissance du PIB supérieur à sa tendance récente et au rythme potentiel généralement admis. Cela sera probablement réalisable, notamment pour les pays actuellement en retrait de leur potentiel, mais alors leur déficit structurel déclinera moins que leur déficit effectif. Par ailleurs la Commission européenne a jugé optimistes certaines prévisions, eu égard aux récentes révisions en baisse de la croissance de 1999. En conséquence, certains objectifs officiels des programmes pourraient bien ne pas être atteints, sauf à introduire des mesures budgétaires supplémentaires.

Le fait de réduire les déficits par contraction des dépenses ou par élévation des impôts a aussi son importance. La croissance à moyen terme pourrait pâtir de relèvements d'impôts ou de cotisations sociales, si ceux-ci affectent négativement l'accumulation du capital et l'incitation au travail. Par expérience, une consolidation assise sur la réduction des dépenses revêt plus de chances de succès.

Dans tous les pays pour lesquels l'information est disponible, les dépenses publiques augmenteront moins que le PIB, mais parfois de peu. Pour nombre d'entre eux, le ratio des dépenses au PIB a déjà nettement baissé de 1994 à 1998. Les recettes ont fréquemment augmenté en proportion du PIB dans les dernières années afin de ramener les déficits en deçà des 3 %. Ce ratio baisserait en général progressivement, d'ici à 2002. Ainsi les efforts de consolidation apparaissent équilibrés entre recettes et dépenses. Toutefois les politiques menées jusqu'à présent peuvent faire craindre que l'on n'atteigne pas les objectifs de moyen terme. C'est ainsi qu'en France et en Allemagne, par exemple, le ratio des dépenses au PIB ne baissera pas sensiblement cette année.

Le traité de Maastricht requiert la soutenabilité des politiques budgétaires, c'est-à-dire que le déficit primaire soit tel qu'il stabilise ou réduise le ratio dette/PIB. Les programmes de stabilité font apparaître des ratios en baisse dans tous les pays, entre 1998 et 2002. Il y a cependant d'importantes différences entre pays. Dans certains, notamment l'Irlande, la Finlande, l'Espagne et la Suède le ratio décline rapidement ; dans d'autres, tels l'Allemagne et la France, l'évolution projetée est relativement limitée. En conséquence, la réduction du ratio dette/PIB de la zone euro découlant des politiques inscrites dans les programmes ne sera probablement pas très forte. La dette publique brute restera bien au-dessus de 60 % du PIB en 2002. L'Italie et la Belgique auront encore un stock de dette excédant leur PIB annuel. Les Pays-Bas auraient aussi une dette dépassant les 60 % du PIB, tout au moins dans leur scénario de croissance lente.

La politique monétaire de la zone euro

Au premier janvier 1999, date du lancement de l'UEM, les conditions monétaires étaient favorables dans la zone euro. Les taux d'intérêt à long terme avaient pratiquement uniformément baissé vers 4 %. Le taux d'intérêt réel escompté était donc d'environ 2,5 %, si l'on s'attendait à ce que la BCE

stabilise l'inflation à 1,5 %. Ce taux était même historiquement bas pour les pays ayant longtemps subi de fortes primes de risque associées aux craintes d'inflation ou de dépréciation monétaire. Mais, même pour les pays sans risque, tels l'Allemagne et les Pays-Bas, le taux réel était revenu en deçà de sa moyenne historique. De même, les taux courts de marché avaient convergé un peu au-dessus de 3 %, après que les banques centrales européennes eurent abaissé leurs taux directeurs de manière coordonnée en décembre 1998. Ils se trouvaient alors un point plus bas qu'un an auparavant. Les taux réels à court terme atteignaient alors 2 % dans la zone euro, soit en baisse de près de trois-quarts de point en un an. Ceci était aussi exceptionnellement bas pour la plupart des pays. Les agrégats de monnaie et de crédit se gonflaient rapidement. Les conditions monétaires se sont de nouveau assouplies au premier trimestre de cette année avec la dépréciation de l'euro vis-à-vis des principales autres monnaies.

Cependant, le 8 avril 1999, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de ramener le taux d'intérêt sur ses principales opérations de refinancement de 3 à 2,5 %. Cette première et forte action de la BCE a été plutôt surprenante et délicate à interpréter, étant donné ses précédentes déclarations et l'amélioration des conditions monétaires déjà intervenue. Il n'est pas aisé pour la BCE d'expliquer sa politique monétaire en se fondant sur un jeu d'indicateurs plutôt incertains et dans un contexte transitoire où la demande de monnaie dans la zone euro peut se révéler instable. On s'attendait donc à un comportement plutôt prudent de la part de la banque centrale. Cela nécessiterait de modifier les modalités de fonctionnement de la BCE pour accroître la transparence des décisions de politique monétaire.

Le 13 octobre 1998, le conseil des gouverneurs de la BCE avait énoncé les principaux éléments de la politique monétaire de stabilité pour la zone euro. Elle avait fixé à 4,5 % l'an la valeur de référence de l'agrégat monétaire large M3. Ce fut le seul indicateur quantitatif explicité. Dans les premiers mois de 1999, la croissance annuelle de cet agrégat a été d'environ 5 %. En même temps, le crédit total s'est accru à plus de 7 % l'an. La BCE a précisé qu'elle se sentait autorisée à prendre en compte des situations exceptionnelles qui pourraient écarter temporairement de sa cible la croissance monétaire, ce que d'autres banques centrales ont pratiqué dans le passé. Par exemple, la croissance de M3 semble en partie liée à la poussée des prix des terrains et des logements dans plusieurs pays de la zone euro. Le bulletin d'avril de la BCE mentionne aussi la demande de crédit de la part des sociétés non-financières en vue de financer les stocks, qui, selon les enquêtes de conjoncture, se sont élevés au-delà de la normale. La formulation de l'orientation monétaire adéquate s'appuie donc sur une liberté d'interprétation.

La règle de Taylor procure un modèle possible de lien entre les taux d'intérêt à court terme et les variables macroéconomiques. De nombreuses études ont montré qu'une telle règle représentait bien le comportement de la Bundesbank depuis la fin des années 70. Cependant, elle ne semble pas s'appliquer à la politique actuelle de la BCE. Selon cette règle, en retenant pour la zone euro un écart au potentiel d'environ 1 % (tel que l'estime l'OCDE), une croissance du PIB à moyen terme de 2 à 2,5 % (chiffre admis pour la croissance potentielle par le système des banques centrales), une cible implicite d'inflation de 1,5 % et un taux d'intérêt d'équilibre de 3 %, alors, le taux d'intérêt à court terme devrait être de 3 % ou plus pour une inflation effective de 1 %. Ici, on retient des

pondérations identiques pour les écarts d'inflation et de PIB à leurs cibles respectives. Le niveau actuel des taux d'intérêt pourrait suggérer que, soit la BCE évalue l'écart au potentiel à au moins 2 %, soit elle s'attend à un retour du taux d'intérêt d'équilibre au niveau des années 60.

Les rapports de la BCE ne nous éclairent guère sur ces points. Dans son premier rapport annuel publié en mars 1999, la BCE a déclaré que le chômage de la zone euro était largement structurel, causé par des facteurs « de nature institutionnelle et réglementaire ». Elle doit donc penser que l'écart au potentiel est faible. Dans son bulletin d'avril, la banque centrale a indiqué que l'écart au potentiel « ne peut être utilisé en tant qu'indicateur synthétique pour guider les décisions de politique monétaire » car on ne peut déterminer son ampleur avec le degré de précision nécessaire, et parce que son estimation varie fortement selon les organismes. Bien que la BCE note que « depuis le début des années 90 l'économie de la zone euro a crû plutôt un peu en deçà qu'au-delà de sa tendance », elle admet que l'excès de capacité de production s'est réduit au cours des deux dernières années. En résumé, il est peu probable que la BCE retienne un écart au potentiel important.

La difficulté d'interpréter la politique de la BCE vient aussi du traitement de l'inflation future. La BCE n'a pas une stricte stratégie de cible d'inflation, comme l'ont la Banque d'Angleterre ou la Banque de Suède. Néanmoins, les principes en sont semblables. Le but étant de stabiliser les anticipations des agents économiques, il serait utile que ceux-ci disposent de la même information que la BCE et qu'ils aient connaissance du modèle sous-jacent qu'elle utilise.

La cible exacte d'inflation a soulevé le premier problème de communication. L'absence de clarté est d'abord venue du fait que seule existait une limite supérieure (« en dessous de 2 % ») à la croissance de l'indice harmonisé des prix à la consommation (IHPC) ; puis, est apparue une fourchette de 0 à 2 %, et enfin l'indication que le plancher était au-dessus de zéro en raison d'un biais de mesure de l'indice des prix. Il est probablement préférable de se trouver vers le milieu de la fourchette qu'à l'une de ses extrémités, mais on ne connaît pas la valeur autour de laquelle les réactions de la BCE s'avèreraient symétriques. En second lieu, la BCE, à la différence des autres banques centrales qui ont une cible explicite d'inflation, ne publie pas sa prévision de prix. Ainsi, annoncer explicitement une révision en baisse de l'inflation prévue et de sa probabilité d'excéder 2 % au cours des deux prochaines années aurait pu justifier la récente réduction du taux d'intérêt directeur. De ce fait, l'insuffisante transparence de la BCE complique inutilement sa quête de crédibilité.

La BCE devra suivre de près le déroulement de la conjoncture et les perspectives d'inflation de la zone euro. Un tournant du climat des affaires semble se dessiner et l'activité pourrait se renforcer. L'inflation a probablement passé son point bas, à moins que n'interviennent de nouveaux chocs déflationnistes inattendus. Mais, pour l'instant, l'accélération des prix vient surtout des prix volatils, essentiellement du pétrole, et ne touche pas la tendance sous-jacente, plus pertinente pour l'inflation et aussi, sans doute, pour les décisions de la BCE. En 1999 et 2000, il y aura probablement une certaine reprise de l'inflation avec le redressement économique; l'inflation sous-jacente remonterait légèrement vers 1,5 %, l'IHPC de la zone euro se situant à 1,4 % l'an prochain. Dans ce cas, la BCE agira et relèvera les taux d'intérêt à temps pour crédibiliser sa position anti-

inflationniste. La hausse des taux serait d'environ un demi-point, annulant la baisse d'avril. Cela ne serait pas trop restrictif, les taux réels restant pratiquement inchangés. Pour la zone euro, un taux court de 3 à 3,5 % reste accommodant au regard d'une cible d'inflation de long terme de 1,5 %, telle qu'elle figure dans le sentier de croissance monétaire. Les taux à long terme passeront de 4 à 4,5 % l'an prochain. L'euro s'apprécierait vis-à-vis du dollar, aidé par le renforcement cyclique de la zone euro par rapport aux Etats-Unis.

1. Produit brut réel et prix à la consommation 1998-2000

Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente	PIB réel			Prix à la consommation		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Allemagne	2,3	1,2	2,3	0,7	0,5	1,3
France	3,2	2,6	3,2	0,7	0,8	1,2
Italie	1,3	1,2	2,3	2,0	1,5	1,3
UE 11	2,7	2,0	2,7	1,2	1,1	1,4
Royaume-Uni	2,3	1,2	2,4	1,6	1,7	2,6
Union européenne	2,7	1,9	2,6	1,3	1,2	1,6
Etats-Unis	3,9	3,8	2,3	1,6	2,0	2,5
Japon	-2,8	-1,3	0,0	0,6	-0,3	-0,2

Source : calculs EBCA.

Ralentissement temporaire en Europe

Le PIB réel de la zone euro s'est accru de 2,7 % en 1998 (en Système de comptes européens 95). La croissance de l'Europe de l'Ouest a été un peu plus faible, les ralentissements britannique et norvégien et la lente reprise suisse compensant les croissances grecque et suédoise encore vigoureuses. La demande interne a été particulièrement forte dans la zone euro, grâce à la détente monétaire, aux effets de richesse liés aux appréciations boursières, immobilières, et des termes de l'échange. En revanche, le volume des exportations nettes a baissé pour la première fois depuis 1991 en raison d'une faible demande des pays en développement et de l'appréciation de nombreuses monnaies européennes face au dollar. La situation du marché du travail s'est améliorée, l'emploi progressant de 1,3 % et le taux de chômage standardisé baissant de 0,6 point. L'inflation s'est ralentie, surtout par la chute des cours des produits de base. Les prix harmonisés à la consommation ont augmenté de 1,1 % l'an dernier, après 1,6 % en 1997. Hors composantes les plus volatiles, alimentation et énergie, l'inflation sous-jacente a atteint 1,5 % en moyenne et ralenti vers la fin de l'année.

La baisse du chômage et l'arrêt du resserrement budgétaire ont soutenu la confiance des ménages et leur consommation. Cette reprise des achats, l'inflation stable et le faible coût du capital ont, à leur tour, renforcé l'investissement productif pendant la plus grande partie de l'année. Cependant la croissance s'est nettement ralentie au quatrième trimestre 1998. Les volumes d'exportations et les dépenses publiques ont tous deux décliné. Ceci va peser sur la croissance moyenne de 1999.

La crise financière des pays en développement a eu un impact différent selon les pays européens. L'Italie et l'Allemagne ont été particulièrement touchées. Dans d'autres pays, tels l'Espagne et le Royaume-Uni, la vigueur de la demande interne a vivement dopé les importations. En Italie, en Espagne et au Royaume-Uni, la baisse des exportations nettes a amputé la croissance de plus d'un point l'an dernier.

Beaucoup de petits pays, notamment le Portugal, le Danemark et dans une moindre mesure la Belgique ont aussi connu un ample retrait des exportations nettes.

Le contraste entre le moral des industriels et celui des consommateurs reste sensible. La confiance des industriels a reculé depuis la mi-1998, surtout en raison de la baisse des entrées de commandes, principalement étrangères. La production industrielle a vivement baissé en fin d'année mais commence à se stabiliser. Ce recul ralentira l'investissement cette année. A l'opposé la confiance des consommateurs a continué de s'améliorer au deuxième semestre 1998 et au début de 1999. Davantage d'emplois, peu d'inflation et un marché boursier performant ont contribué à améliorer les revenus présents et escomptés. Toutefois cette confiance s'est un peu modérée en avril. Le moral industriel s'est stabilisé, reflétant peut-être de meilleures perspectives d'exportations.

La croissance de la zone euro atteindra environ 2 % cette année, tirée par une progression de 2,5 à 3 % en France et en Espagne. En Italie et en Allemagne, elle sera beaucoup plus faible, à moins de 1,5 %. La contre-performance italienne résulte en partie des effets différés de la rigueur budgétaire nécessitée par l'entrée dans l'UEM. La forte baisse des taux d'intérêt n'a eu qu'un impact limité sur les ménages à cause de la réduction associée des revenus de placements. La faiblesse relative de l'Allemagne vient surtout de la dégradation des exportations. Les investisseurs ont probablement aussi été freinés par le caractère incertain de la future politique économique.

La demande étrangère est restée anémique au début de cette année mais se renforcera par la suite. L'amélioration récente des conditions monétaires, qui provient à la fois des baisses de taux d'intérêt de l'année écoulée et de la dépréciation de l'euro, devrait maintenant soutenir la demande. Ceci se voit déjà sur les marchés d'actions, qui ont plus qu'annulé leurs pertes de l'automne dernier dans de nombreux pays. La détente monétaire et le faible coût de l'argent donnent déjà une forte impulsion à la construction. Les stocks pourront aussi bénéficier des perspectives de redressement de la demande finale et d'éventuelles hausses de prix des matières premières. La progression du revenu disponible entraînera aussi la consommation des ménages. Beaucoup de gouvernements reporteront tout nouvel effort budgétaire tant que la croissance n'aura pas repris, et les salaires réels augmenteront. Mais l'emploi croîtra modérément, en dépit des plans d'action pour l'emploi mis en place dans de nombreux pays, et le taux de chômage ne reculera que modestement à court terme.

L'évolution future du stockage fait partie des incertitudes de la projection. Selon les données d'Eurostat, il a contribué pour environ 0,7 point de PIB à la croissance de la zone euro en 1998. A première vue cela recoupe la faiblesse de la demande finale constatée dans plusieurs pays, essentiellement dans le secteur manufacturier, à l'origine d'un stockage involontaire. Il pourrait normalement en résulter une phase de déstockage déprimant l'activité. Cette éventualité n'a cependant pas été retenue. Souvent les données de stocks incluent toutes formes de désajustements statistiques des comptes nationaux, lesquels semblent avoir fortement joué l'an dernier, particulièrement en Allemagne et en Autriche.

Au cours des trois premiers mois de 1999, l'inflation de la zone euro, mesurée par l'IHPC, a été d'environ 1 %. L'inflation sous-jacente a sans doute à nouveau décéléré. La récente

hausse du pétrole et la baisse de l'euro provoqueront une petite hausse de l'indice des prix à la consommation. L'inflation attendue est de l'ordre de 1 % en 1999 et de 1,4 % en 2000.

Parmi les pays européens en dehors de l'UEM, le Royaume-Uni voit s'éloigner les risques de ralentissement supplémentaire ; le PIB s'est stabilisé au premier trimestre 1999. La confiance des entreprises et des ménages a commencé à se redresser, grâce à la baisse sensible de 2,5 points des taux d'intérêt à court terme depuis l'automne dernier. La croissance reprendra lentement, pour rejoindre sa tendance en 2000. Il y a quelques risques de tensions inflationnistes, surtout en cas de dépréciation sensible de la livre vis-à-vis de l'euro. Le gouvernement semble bien parti pour atteindre ses objectifs budgétaires, à savoir l'équilibre des opérations courantes et une dette nette inférieure à 40 % du PIB.

En Suède, la croissance s'est ralentie à la fin de 1998 à cause de la faiblesse des exportations, comme dans la plupart des pays européens. Cependant les dépréciations réelles antérieures de la couronne ont atténué la baisse de la demande étrangère. Le PIB augmentera d'environ 2 ¼ % cette année, tiré par la consommation des ménages. L'inflation est très faible, les prix harmonisés étant, en mars, en hausse de 0,5 % sur un an ; l'indice général des prix à la consommation restera à l'intérieur de la bande de fluctuation visée par la banque centrale (2 % avec une marge de +/- 1 %). L'ample excédent budgétaire de l'an passé, de plus de 2 % du PIB, ne se répétera pas cette année, de nouveaux reports de dépenses paraissant improbables. Il restera néanmoins un excédent supérieur à 1 % du PIB.

Au Danemark, la croissance ralentira nettement cette année vers à peine plus de 1,5 %. De nouvelles mesures budgétaires viendront freiner la consommation, alors que les exportations ont bien souffert du tassement de la demande étrangère et des arrêts de travail. Par ailleurs, la confiance a fortement diminué lorsque les taux d'intérêt ont été relevés à l'automne dernier pour répondre aux pressions sur le change. Toutefois les taux ont été nettement réduits depuis lors, ce qui devrait éviter un ralentissement plus prononcé. Le chômage a beaucoup reculé ces dernières années, en bonne partie à la suite de réformes structurelles; l'inflation ne grimpera pas au-dessus de 1 ¼ % à court terme.

En Grèce, la croissance demeure beaucoup plus forte. Le PIB a gagné 3,5 % en 1998 et augmentera encore d'au moins 3 % en 1999. La demande a été tirée par d'importants investissements, soutenus par des fonds structurels de la Commission européenne. Ceci a plus que compensé les effets à court terme de la rigueur budgétaire. Cependant le conflit du Kosovo pèsera sans doute sur la Grèce, en perturbant les voies d'approvisionnement et en réduisant les recettes touristiques. La croissance pourrait y perdre jusqu'à un demi-point de pourcentage, l'an prochain.

Les conséquences d'une chute de la Bourse

Le comportement boursier constitue un risque important de cette prévision. Dans la plupart des pays industriels à l'exception du Japon, les marchés d'actions sont plus soutenus qu'au début de l'année et nettement plus qu'il y a deux ans. Depuis lors, les cours se sont élevés de plus de moitié aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en France et en Allemagne. En Italie et en Espagne les prix ont doublé, reflétant un déclin plus marqué des taux d'intérêt à long terme. Les effets de

richesse issus de cette appréciation réelle des cours continuent de renforcer la demande du secteur privé.

Les variations des Bourses dépendent des modifications des profits attendus et de leur valorisation. Cette valorisation découle des variations des taux d'intérêt des placements sans risque (le taux à long terme des titres publics) et de la prime de risque associée aux actions. Il est difficile de rendre compte du regain de vigueur de la Bourse américaine depuis le début de cette année. Début mai, les cours étaient en hausse de 20 %, en dépit d'un relèvement de près d'un point de pourcentage des rendements à long terme. Comme il y a peu d'éléments pour revoir en hausse la progression des profits nominaux, sauf à considérer que l'idée d'une révolution technologique rehaussant durablement le taux de croissance a gagné davantage d'investisseurs, on doit en conclure que la prime de risque a encore diminué. Cependant, le FMI notait l'an dernier que les primes de risque étaient déjà historiquement basses. La probabilité d'une brusque correction boursière s'en trouve donc accrue, soit que les profits s'avèrent moindres qu'escompté et que la bulle éclate, soit que les autorités monétaires soient obligées de relever sensiblement les taux d'intérêt pour répondre à une poussée d'inflation.

Toute correction substantielle des cours dégraderait probablement les perspectives économiques à court terme, étant donné l'ampleur avec laquelle les gains boursiers tirent à présent la consommation et l'investissement. Deux scénarios explorent cette possibilité. Dans le premier, les cours des actions américaines baissent initialement de 20 % puis se trouvent ramenés à leur point de départ par la réaction de politique monétaire induite. Les cours restent donc en dessous de leur trajectoire de référence pendant plusieurs années, mais finissent par la rejoindre. Dans le second, la baisse de 20 % affecte simultanément l'ensemble des marchés. Les réponses à un tel choc peuvent dépendre en partie des modèles utilisés, qui peuvent incorporer différentes réactions de politiques monétaire et budgétaire. C'est pourquoi deux modèles ont été exploités : le modèle NiGEM du NIESR et MIMOSA de l'OFCE.

Le modèle NiGEM, où les agents sont supposés former des anticipations, prend pour hypothèse que la Réserve fédérale et la BCE fixent leur politique monétaire en vue d'atteindre une certaine combinaison de PIB nominal (ou de quantité de monnaie) et de prix à la consommation. Les taux d'intérêt à court terme réagissent en fonction de l'écart entre les variables désirées et réalisées. De ce fait tout choc à même de freiner l'activité doit voir ses effets partiellement compensés par les amortisseurs automatiques du système financier. Cette règle monétaire particulière est cohérente avec le cadre hybride que la BCE utilise à présent. Retenir une cible nominale de même qu'une cible d'inflation permet de définir une ligne de conduite monétaire guidée à la fois par l'écart d'inflation à sa cible et par l'écart d'une grandeur nominale à sa tendance. L'inclusion d'une composante inflation dans le modèle NiGEM accroît la sensibilité des taux d'intérêt à un choc déflationniste. Par contre, le modèle MIMOSA n'incorpore pas d'effets d'anticipation, si bien que les agents réagissent plus lentement et que les variations de la demande mettent plus de temps à se transmettre aux prix. La règle de politique monétaire diffère aussi de celle de NiGEM, les autorités étant supposées suivre une règle de Taylor. Ces deux modèles économétriques permettent donc de recouvrir une large part du champ des modèles possibles ; ils donnent une idée de l'éventail des conclusions possibles sur l'effet à court terme d'un effondrement boursier.

Pour un même recul des actions, l'effet sur la richesse financière du secteur privé sera plus important aux Etats-Unis que partout ailleurs, en raison de la plus grande place prise par les actions dans les portefeuilles. Dans des pays comme l'Allemagne, les patrimoines comprennent davantage d'obligations (directement ou indirectement) ; une chute des actions, qui entraîne un assouplissement de la politique monétaire et donc une baisse des taux d'intérêt à long terme, y voit ses effets partiellement compensés par l'appréciation des titres obligataires. Cette compensation est d'autant plus grande que la part des obligations est élevée.

En ce qui concerne les effets d'une chute des actions sur le seul marché américain, les deux modèles donnent des résultats voisins pour la première année, le PIB américain baissant d'environ 1 %. La zone euro et le Japon ne demeurent évidemment pas insensibles à ce qui se passe dans le reste du monde : leur activité est réduite d'environ 0,4 à 0,5 % la première année. Cela résulte d'une demande étrangère plus faible, le commerce international se tassant de plus d'un point et demi de pourcentage, mais aussi de l'appréciation de l'euro et du yen vis-à-vis du dollar. En effet, la politique monétaire américaine réagit rapidement, et les taux d'intérêt à court terme sont abaissés d'environ 1 %. La baisse d'activité serait plus forte en l'absence de réaction de la Réserve fédérale. Les modèles divergent sur l'incidence du choc à moyen terme, du fait d'une transmission plus ou moins rapide des effets déflationnistes aux prix, et d'une réaction plus ou moins ample des taux d'intérêt à court terme.

Dans le cas d'un effondrement généralisé des actions, les effets sont de même nature que pour les Etats-Unis seuls, quoique, comme attendu, plus amples et plus durables. Pour l'Europe et le Japon les effets supplémentaires directs sur l'activité sont limités, les actions y affectant moins la demande finale. Les taux d'intérêt de la zone euro baissent de 30 points de base la première année et de plus de 50 points la seconde année. Les autorités japonaises auraient à faire face à un dilemme supplémentaire, les taux d'intérêt étant déjà initialement proches de zéro, et donc peu susceptibles de baisse supplémentaire. Les effets déflationnistes y seraient donc plus durables.

En résumé, il y a des raisons de penser que les Bourses sont aujourd'hui surévaluées dans de nombreux pays. Une forte chute amputerait l'activité, notamment aux Etats-Unis, mais aussi ailleurs. L'impact sur les économies européennes serait sensible, accroissant le risque que la reprise envisagée soit retardée, ou au moins plus faible que prévu.

Revue de l'OFCE, n° 70

à paraître début juillet 1999

**La possibilité du choix social,
conférence Nobel d'Amartya Sen**

**Diversité des fiscalités européennes et risques de
concurrence fiscale**

La politique monétaire sans monnaie

L'hypothèse de bulle immobilière

Variantes et simulations du modèle MOSAÏQUE

Le débat sur les retraites en France