

Sur un nuage

Perspectives 1999-2000 pour l'économie mondiale *

L'économie mondiale a retrouvé son calme après la bourrasque financière de l'année 1998. La croissance mondiale devrait être de 3,0 % en 1999, puis de 3,5 % en 2000, après 2,3 % en 1998. Les échanges industriels redeviennent beaucoup plus dynamiques et devraient progresser au rythme de 9 % l'an d'ici fin 2000 (contre 4 % l'an depuis début 1998). La reprise de la croissance mondiale ainsi que l'accord retrouvé des producteurs devrait maintenir le prix du pétrole aux alentours de 20 dollars le baril (contre 10 dollars en début d'année). La vigueur de la reprise mondiale induirait un certain relèvement de l'inflation (de l'ordre de 0,5 point entre 1999 et 2000 aux États-Unis et en Europe), mais celui-ci serait limité par les pressions concurrentielles sur les marchés des biens et du travail. La vigilance de la politique monétaire entraînerait une hausse des taux d'intérêt de court terme de 1 point environ aux États-Unis et en Europe entre la mi-1999 et la fin 2000.

Le ciseau de croissance attendu entre les États-Unis et l'Europe ne s'est pas encore produit au premier semestre 1999, où les États-Unis ont continué à jouir d'une croissance de plein-emploi, sans inflation tandis que l'Europe connaissait un passage à vide de la mi-1998 à la mi-1999, en particulier en Allemagne et en Italie. Cette disparité a fortement pesé sur le cours de l'euro. Toutefois, l'Europe devrait connaître une forte reprise industrielle au second semestre 1999, où le rythme de croissance annuel du PIB atteindrait 4 %. Favorisée par des taux d'intérêt qui ne se relèveraient que lentement et une politique budgétaire neutre, impulsée par le développement des nouvelles technologies, la croissance de la zone euro pourrait être de 3 % en 2000. Le ralentissement de la croissance a été de faible durée au Royaume-Uni, dont l'économie repart malgré une livre surévaluée et des taux d'intérêt élevés. En sens inverse, après un second semestre 1999 vigoureux, l'économie américaine devrait connaître un certain ralentissement en 2000. La Bourse devrait reculer et le taux d'épargne des ménages devrait remonter. La politique économique empêcherait que ce ralentissement ne débouche sur une franche récession. Le ciseau de croissance entre les États-Unis et l'Europe permettrait une certaine remontée de l'euro.

* 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, Christine Riffart et Paola Veroni.

La croissance japonaise a fortement bénéficié au premier semestre 1999 du plan de relance budgétaire. Cette amélioration des perspectives de croissance, a provoqué de fortes hausses de la Bourse et du yen. Le niveau excessif du yen fragilise la reprise japonaise, qui sera cependant soutenue par le rebond enregistré en Asie. Aussi, la croissance du Japon devrait rester modérée et le yen devrait revenir à un niveau plus raisonnable.

Les taux de change des pays émergents se sont stabilisés, même si des doutes persistent sur la solidité du peso argentin et du yuan chinois. L'année 1999 a vu le retour d'une vive croissance dans plusieurs des pays industrialisés d'Asie (en particulier en Corée), alors que l'Amérique latine reste plongée dans la récession. Les PECO traversent une phase transitoire de résorption des déséquilibres issus d'une croissance rapide tandis que la Russie connaît un certain rebond et bénéficie de la dépréciation du rouble.

L'économie mondiale continue à vivre sous deux épées de Damoclès : la surévaluation des Bourses, en particulier de la Bourse américaine et le déficit extérieur américain. Le déficit américain commencerait à se réduire avec l'inversion des écarts de conjoncture à l'échelle mondiale. L'hypothèse optimiste faite ici est celle d'un atterrissage en douceur de la bulle financière ; les marchés limiteraient leurs exigences de rentabilité, ce qui éviterait un fort réajustement à la baisse des cours boursiers, qui entraînerait une baisse de la consommation et une entrée en récession aux États-Unis.

Sommaire

Présentation générale	9
Marchés financiers : un calme étrange?	13
Commerce mondial : retournement généralisé	19
Pétrole : l'Opep reprend la main	24
La Corée... et les autres pays d'Asie	29
Année noire en Amérique latine	34
États-Unis : la menace fantôme	38
Japon : des à-coups et peu d'acquis	45
Zone euro : le courant ascensionnel	50
Allemagne : l'an de grâce	59
Italie : bases fragiles pour la croissance	66
Royaume-Uni : la récession n'aura pas lieu	73
Russie : un net rebond	80
PECO : un certain passage à vide	82

L'économie mondiale a retrouvé son calme après la bourrasque financière de l'année 1998. La croissance mondiale devrait être de 3,0 % en 1999, puis de 3,5 % en 2000, après 2,3 % en 1998 (tableau 1), du moins si les risques ne se matérialisent pas.

Les taux de change des pays émergents se sont stabilisés, même si des doutes persistent sur la solidité des deux monnaies qui ont tenu ferme : le peso argentin et le yuan chinois. La crise s'est traduite par une baisse d'environ 20 points des taux de change réels des monnaies d'Asie, ce qui signifie un appauvrissement de ces pays, mais leur permet d'espérer des gains de compétitivité futurs. L'année 1999 a vu le retour

1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

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

(1) Pondération selon le PIB et les PPA de 1991 pour les pays de l'OCDE et de 1995 pour les autres zones.

(2) Y compris Turquie.

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

de la croissance dans plusieurs des pays industrialisés d'Asie (en particulier en Corée), alors que l'Amérique latine reste plongée dans la récession. Les PECO traversent une phase transitoire de résorption des déséquilibres issus d'une croissance rapide tandis que la Russie connaît un certain rebond et semble bénéficier de la dépréciation du rouble. La reprise de la croissance mondiale ainsi que l'accord retrouvé des producteurs a déjà provoqué la remontée du prix du pétrole qui, parti de 10 dollars le baril pour le Brent en début d'année, culminait fin septembre à plus de 23 dollars. Toutefois, ce niveau ne correspond pas à un équilibre durable. Aussi notre prévision incorpore-t-elle un prix de 18 dollars à la fin de l'année 2000.

Le ciseau de croissance attendu entre les États-Unis et l'Europe ne s'est pas encore produit au premier semestre 1999, où les États-Unis ont continué à jouir d'une croissance de plein-emploi, sans inflation tandis que l'Europe connaissait un passage à vide de la mi-1998 à la mi-1999, en particulier en Allemagne et en Italie. Cette disparité a fortement pesé sur le cours de l'euro. Toutefois, les enquêtes de conjoncture en Europe annoncent une forte reprise industrielle au second semestre 1999, où le rythme de croissance du PIB atteindrait 4 % en taux annuel. Favorisée par des taux d'intérêt relativement bas et une politique budgétaire neutre, impulsée par le développement des nouvelles techniques de l'information et de la communication, la croissance pourrait être de 3 % en 2000 dans la zone euro. Le ralentissement de la croissance a été de faible durée au Royaume-Uni, dont l'économie repart malgré une livre surévaluée et des taux d'intérêt élevés. En sens inverse, si les enquêtes indiquent que la croissance restera forte aux États-Unis au second semestre 1999, l'économie américaine devrait connaître un certain ralentissement en 2000. La Bourse devrait reculer et le taux d'épargne des ménages devrait remonter. Toutefois, la politique économique empêcherait que ce ralentissement débouche sur une franche récession. Celui-ci éviterait aux tensions sur le marché du travail de devenir excessives et permettrait un certain rétablissement du solde extérieur. Le ciseau de croissance entre les États-Unis et l'Europe devrait permettre une certaine remontée de l'euro.

La croissance japonaise a fortement bénéficié au premier semestre 1999 du plan de relance budgétaire. L'amélioration des perspectives de croissance, couplée avec une prise de conscience des risques attachés aux placements aux États-Unis, a suffi à provoquer de fortes hausses de la Bourse et du yen. La hausse du yen introduit un élément supplémentaire de fragilité dans la reprise japonaise, qui, en sens inverse, sera soutenue par le rebond enregistré en Asie. Aussi, la croissance du Japon devrait rester modérée et le yen devrait revenir à un niveau plus raisonnable.

Plus que jamais, les problèmes structurels détermineront les évolutions conjoncturelles :

— Si on considère le dollar, l'euro et le yen, il apparaît que les taux d'intérêt sont actuellement bas, inférieurs de 0,5 point à la croissance anticipée pour les taux courts, supérieurs d'à peine 0,5 point pour les taux longs. Les politiques monétaires sont donc accommodantes. Les PER (ratio entre le cours boursiers et le profit des entreprises) sont de l'ordre de 25 pour la Bourse américaine comme pour les Bourses européennes. Ce bas prix du capital devrait être un moteur important pour la croissance. En sens inverse, les marchés demandent aux entreprises de se limiter aux investissements de rentabilité supérieure à 15 %. De fin septembre 1998 à fin septembre 1999, les Bourses ont continué à monter fortement, soit de 25 % au Japon, de 23 % aux États-Unis et de 26 % pour l'indice Euro11. Cette hausse fournit jusqu'à présent la rentabilité attendue aux placements boursiers. Reste qu'il est impossible que la masse des placements boursiers soit à la fois en forte croissance et rémunérée à un taux élevé. De même, l'écart entre taux d'intérêt obligataire et rentabilité boursière n'est pas tenable. Aussi, peut-on imaginer deux évolutions pour les marchés financiers dans les années à venir : celle où les marchés accepteraient de limiter leurs exigences de rentabilité, ce qui permettrait d'éviter un fort ajustement des cours à la baisse et tendrait à terme à affermir la croissance ; celle où les marchés essaieraient de maintenir leurs exigences, ce qui entraînerait à court terme de fortes baisses des Bourses, à moyen terme la création de nouvelles bulles financières et une instabilité économique récurrente induite par de fortes fluctuations boursières.

— La vigueur de la croissance américaine repose sur une bulle financière qui devrait éclater un jour. Les fortes plus-values obtenues par les ménages ne sont en effet pas prolongeables à l'infini. Or ce sont ces plus-values (compte tenu en particulier du système de retraite) qui incitent les ménages à maintenir une forte consommation. L'éclatement de la bulle financière devrait donc entraîner une chute de l'activité. De même, les États-Unis ont un déficit extérieur insoutenable. Cependant, le renouveau de croissance des États-Unis n'est pas fondé uniquement sur cette bulle financière, mais également sur des gains de productivité importants et un nouveau dynamisme productif. Le déficit extérieur américain s'explique en grande partie par une demande interne actuellement insuffisante en Europe et au Japon. Aussi, la chute de la Bourse aux États-Unis pourrait être atténuée et le dynamisme américain pourrait se maintenir.

— En sens inverse, le Japon est plongé dans une crise de rentabilité. Les entreprises ne peuvent trouver les investissements nécessaires pour rentabiliser une épargne intérieure privée abondante. Celle-ci risque d'être encore accrue par la croissance du chômage. Une demande intérieure insuffisante se traduit par un excédent extérieur structurel qui pousse le taux de change à la hausse et nuit à la compétitivité des entreprises. Dans cette situation, une politique budgétaire expansionniste est

à la fois nécessaire et sans impact durable sur l'activité si elle apparaît comme une source potentielle d'instabilité. Aussi, le Japon devrait-il rester englué dans une croissance molle.

— Certains pays émergents d'Asie connaissent de nouveau une croissance vigoureuse. La crise financière leur a permis d'engranger des gains de compétitivité. Cette reprise semble confirmer le diagnostic selon lequel leur croissance passée était fondamentalement saine, même si dans les années 1995-1997 une exubérance financière avait entraîné des excès d'investissement et d'endettement. Aussi, un retour de la zone à une expansion durable semble-t-il probable.

— L'Europe, et en particulier la zone euro, sort d'une longue période de croissance molle, due en partie à une politique économique inadaptée. La zone est maintenant dans une situation saine : faible inflation, excédent extérieur, bonne situation financière des entreprises. Elle peut connaître une période de croissance vigoureuse, impulsée par les besoins d'investissement liés aux nouvelles technologies, en bénéficiant d'un cercle vertueux où la croissance induira des rentrées fiscales qui permettront de réduire les déficits publics, puis les impôts. Ceci demande une politique monétaire souple qui accepte que la croissance soit vigoureuse (l'Europe doit croître plus que sa croissance potentielle pour rattraper sa production potentielle) et qui accepte un peu plus d'inflation (la cible doit être de 2 % l'an et non de 1 %).

Ainsi, même si des zones importantes (Amérique latine, Russie et Japon) resteront à la traîne, l'économie mondiale devrait entrer dans une phase de croissance satisfaisante.

Marchés financiers : un calme étrange ?

Les équilibres financiers sont le talon d'Achille de la croissance mondiale. Les étés 1997 et 1998 ont été le théâtre de fortes perturbations financières, d'abord en Asie, puis dans les pays de l'Europe de l'Est, et par ricochet en Amérique latine. A la mi-1999, la situation s'est stabilisée. Les fortes dépréciations qu'ont connues un grand nombre des économies émergentes n'ont pas induit de retour de l'hyperinflation. Les taux de change nominaux se sont stabilisés ou ont même remonté fortement pour la Corée. Les économies d'Asie ont maintenu un gain de compétitivité de l'ordre de 20 %. La crise a sans doute sonné le glas des systèmes de taux de change fixes gérés avec insuffisamment de souplesse. Les risques de dépréciation du yuan chinois semblent s'évanouir avec la reprise de la croissance dans la zone asiatique et la remontée du yen. En sens inverse, la situation n'est pas stabilisée en Amérique latine, où la dégradation de la situation économique de l'Argentine peut laisser craindre une dévaluation du peso qui marquerait la fin de l'expérience de *currency board*.

Nos deux dernières prévisions avaient mis l'accent sur les désordres financiers et le coup de frein à la croissance qui pourrait résulter d'un réajustement du prix des actifs dans les pays développés. C'est le risque d'un éclatement de la bulle sur les actions américaines qui avait surtout été pointé, et présenté en variante de la prévision centrale. En fait, les marchés d'actions ont assez bien encaissé la hausse du prix de l'énergie et la remontée des rendements obligataires. Ce sont donc les grandes lignes de notre scénario central qui se sont avérées. Celui-ci avait été défini comme la trajectoire étroite qui permet à la fois un pilotage préventif de la politique monétaire sans déstabiliser le prix et le rendement des actifs à long terme. C'est bien ce qui s'est produit : les inflexions de politique monétaire ont été de faible ampleur. La légère hausse d'un quart de point de base du taux des *Fed Funds*, au début de l'été, puis à nouveau d'un quart de point le 24 août laissent les taux courts à des niveaux inférieurs à ceux qui prévalaient à la veille de la crise financière de l'été 1998. Notre précédente prévision avait déjà noté que le niveau des taux courts était en ligne avec l'état de la croissance et des tensions inflationnistes. Jusqu'ici, les signaux inflationnistes américains demeurent sous contrôle. Les tensions salariales, en particulier, sont modérées et capitalisent encore la désinflation passée (l'indexation est traditionnellement lente aux États-Unis). Le niveau du marché boursier au deuxième trimestre 1999 était supérieur d'environ 20 % au niveau de l'année précédente (tableau 2, graphique 1) ; depuis, ils ont progressivement baissé, ce qui tend à confirmer le scénario d'atterrissage en douceur.

2. 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	T1	T2	T3	T4	
Taux de change ¹																	
1 euro =... \$	1,09	1,10	1,12	1,18	1,12	1,06	1,06	1,05	1,07	1,08	1,09	1,10	1,12	1,07	1,09	1,09	
1 \$ =...yens	128	136	140	119	116	121	113	107	105	107	110	115	131	114	109	109	
1 f =...euro	1,51	1,50	1,48	1,42	1,46	1,52	1,53	1,53	1,50	1,48	1,47	1,45	1,48	1,51	1,48	1,48	
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, en % ¹																	
États-Unis	5,6	5,6	5,5	5,2	4,9	5,0	5,4	5,5	5,8	5,8	5,8	5,8	5,5	5,2	5,8	5,8	
Japon	1,0	0,6	0,7	0,6	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	0,2	0,2	0,2	
Zone euro ²	3,5	3,6	3,5	3,5	3,1	2,6	2,7	2,9	3,0	3,2	3,4	3,5	3,5	2,8	3,3	3,3	
Royaume-Uni	7,5	7,5	7,6	6,8	5,5	5,2	5,2	5,4	5,6	5,7	5,7	5,7	7,3	5,3	5,3	5,6	
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, en % ¹																	
États-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	6,0	
Japon	1,7	1,4	1,3	1,1	1,9	1,6	1,8	1,7	1,7	2,0	2,0	2,0	1,4	1,7	1,9	1,9	
Zone euro ²	5,0	4,9	4,4	4,0	4,0	4,3	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	4,6	4,5	5,0	5,0	
Royaume-Uni	6,0	5,8	5,5	4,8	4,5	4,9	5,4	5,6	5,6	5,8	5,8	5,8	5,5	5,1	5,8	5,8	
Prix du pétrole, Brent, en \$ ¹	14,2	13,4	12,4	11,2	11,3	15,5	20,7	22,0	22,0	20,0	20,0	18,0	12,8	17,4	20,0	20,0	
Cours des matières premières industrielles ³	-7,3	-0,2	-4,4	-4,5	0,2	0,8	2,9	2,0	3,0	3,0	3,0	3,0	-14,1	-3,0	11,1	11,1	

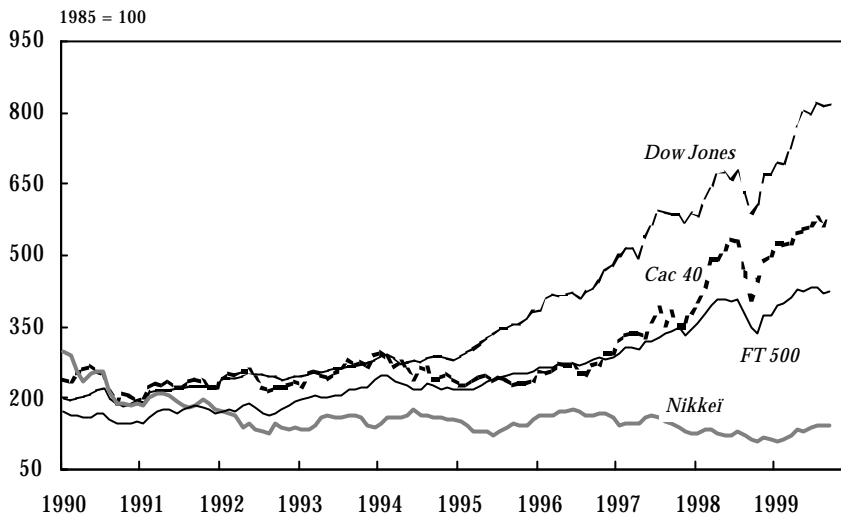
1. Moyenne sur la période.

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 : relevé des cotations quotidiennes. L'euro est représenté par l'euro avant 1999. Taux cours à 3 mois : certificat de dépôt aux États-Unis et au Japon, Eibor en Allemagne, EURIBOR pour la zone euro, inversement au Royaume-Uni. Taux longs : TEBond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, Bund à 10 ans en Allemagne, cours moyen des obligations d'État à 10 ans dans la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWYIA (Hambourg). Prévisions OFCE.

1. Indices boursiers



Source : *Financial Times*.

La hausse attendue des taux longs américains, de l'ordre de 1 point, s'est bien produite. Les taux longs du début d'année incorporent encore les craintes de déflation héritées de la crise de l'été 1998, et donc une perspective de détente monétaire prolongée. La séquence des taux à 3 mois à terme projetait alors des taux courts à 4,7 % à horizon de la mi-1999. Cette séquence a été progressivement rehaussée, et anticipe, depuis le début du mois de septembre 1999, des taux à trois mois de 5,9 % pour le tournant des années 1999 et 2000.

En Europe, la Banque centrale européenne a réagi au passage à vide de l'activité du début d'année en baissant à 2,5 % son taux de refinancement. Ceci lui permettait de soutenir la croissance dans une période où l'inflation était nettement en dessous de son niveau cible. Compte tenu du raffermissement des perspectives de croissance dans la zone euro, ce niveau est aujourd'hui considéré comme un point bas. Certes, il serait souhaitable que la BCE évite toute hausse tant qu'aucune menace sérieuse d'inflation ou de contraintes d'offre n'apparaît. Pour retrouver un niveau de chômage satisfaisant, l'Europe doit avoir pendant un certain temps un taux de croissance supérieur à son taux de croissance potentielle. Le risque est que la BCE soit trop sensible aux frémissements de l'activité au troisième trimestre et à une légère hausse d'inflation. Aussi, notre prévision incorpore-t-elle un resserrement progressif entre la fin 1999 et la fin 2000, qui devrait porter les taux courts à 3,5 %, soit 1 point environ au-dessus des niveaux de la mi-1999. Il est certes encore hasardeux de modéliser le comportement de la BCE. Il est ici supposé que l'autorité se conforme, en variation, à la règle de

Taylor. A en juger par le niveau des taux d'intérêt, il semble que la BCE considère aujourd'hui que l'*output gap* est proche de zéro dans la zone euro. Les taux à 3 mois de 2,6 %, pratiqués en moyenne au deuxième trimestre, sont compatibles avec un taux réel d'équilibre de 2 %, une cible d'inflation de 1,5 % et un *output gap* nul, qui impliqueraient selon la règle de Taylor un taux de 2,7 %. Si la BCE considérait que l'*output gap* est négatif de 2 %, elle pratiquerait un taux d'intérêt de 1,7%. Elle estime implicitement, d'après son comportement, que le chômage est proche de son niveau d'équilibre structurel, et que toute accélération de la croissance porte des germes d'accélération de l'inflation. Si l'on s'attend à ce que l'inflation accélère légèrement, pour atteindre 1,5 % au cours de l'année 2000, et que l'activité augmente d'un point de plus que la croissance potentielle, une montée à 4 % des taux à trois mois est envisageable d'ici la fin 2000. C'est à peu près ce que les marchés prévoient actuellement, en anticipant des taux à trois mois sur l'euro de 3,9 % en septembre 2000 et de 4,2 % en décembre 2000. Les hypothèses que nous avons retenues pour cette prévision restent néanmoins légèrement en deçà de l'attente des marchés. Les taux à 3 mois ne s'élèveraient que jusqu'à 3,5 % d'ici la fin de l'an 2000.

Cette modération relative de la BCE se voit aussi dans le fait qu'elle interprète jusqu'ici dans un sens plutôt accommodant les signaux sur lesquels elle prétend fonder son action. Le fait que l'agrégat monétaire M3 évolue depuis le début de l'année sur un rythme voisin de 5,5 %, soit un point au-dessus de la valeur de référence de 4,5 %, est dédramatisé par la BCE. Elle y voit essentiellement l'effet du faible coût d'opportunité de détention des actifs monétaires. Le principal facteur de la hausse de la masse monétaire est le dynamisme du crédit à l'économie. Les créances d'origine bancaire aux résidents de la zone euro s'accroissent à un rythme de 7,5 % à la mi-1999, reflétant le rythme élevé de croissance des créances sur le secteur privé (rythme voisin de 10 % au cours du premier semestre de 1999). Logiquement, dans une zone en excédent d'épargne, la banque centrale ne s'effraie pas de cette montée de l'endettement brut privé et rappelle que ses objectifs en matière de croissance monétaire sont axés sur le moyen terme. La modération des taux courts européens tient aussi compte de cet élément structurel, qui veut que le crédit aux entreprises soit, contrairement au crédit au secteur public, considéré avec une certaine complaisance par les autorités monétaires en Europe comme outre-Atlantique. Cette relative modération est également justifiée par le fait que la dérive de l'inflation demeure limitée et relève essentiellement de sa composante énergétique et non de sa composante sous-jacente.

Contrairement à ce que supposait notre précédente prévision, les taux longs européens ont connu une hausse depuis le début de l'année, d'une ampleur proche de celle des taux longs américains. En fait, leur baisse après la crise de l'été 1998 avait été un peu plus prononcée et plus pro-

longée qu'outre-Atlantique et, à partir de ce point bas, le redressement a été de même ampleur. Au total, l'écart entre les rendements longs européens et américains s'est très légèrement creusé. Le mouvement de redressement des rendements à long terme européens porte, pour partie, la marque de l'embellie des anticipations de croissance. Néanmoins, la comparaison du rendement des obligations indexées françaises et de celui des titres à revenu fixe, indique que le redressement des rendements à long terme relève davantage de la hausse des anticipations d'inflation que de celle des taux réels. Cette légère surenchère sur le risque inflationniste, et le fait que les marchés intègrent déjà un resserrement significatif de la politique monétaire par la BCE nous incite à considérer comme faibles les risques d'une montée additionnelle des taux à long terme en Europe.

La baisse de l'euro s'est longtemps poursuivie en 1999 : de 1,17 dollar au début de l'année à 1,035 en juillet pour osciller à l'automne autour de 1,07. A la fin de l'année 1998, les marchés anticipaient une nette reprise de l'activité en Europe, un net ralentissement aux États-Unis et donc une inversion du différentiel de taux d'intérêt. Cette évolution ne s'est guère produite : l'économie américaine est restée vigoureuse et la reprise en Europe a été différée. Il en est résulté un affaiblissement de l'euro par rapport au dollar. Par ailleurs, contrairement à ce qui était souvent annoncé, aucune pression à la hausse n'a été induite par des modifications des structures de portefeuille des investisseurs : celles-ci ont été compensées par la modification des structures d'endettement des emprunteurs.

Il faut cependant noter que la plupart des observateurs continuent à attendre ce ciseau de croissance et de taux de change. Si on retient une valeur de 1 euro = 1,15 dollar dans un an comme les opérateurs, un placement en euro à 1 an rapporte actuellement : [taux euro : 2,7 %] + [appréciation de l'euro : 8,5 %] – [taux US : 5,3 %] = 6 % de plus qu'un placement en dollar. Il faut donc penser que les marchés ne croient pas vraiment au ciseau. Cette opinion peut néanmoins se renverser brutalement et l'euro remonter fortement. L'expérience des premiers mois de l'euro montre que le taux de change euro/dollar aura une forte volatilité en fonction des conjonctures et des politiques monétaires des deux zones. La BCE a heureusement refusé de faire varier son taux d'intérêt en fonction de la parité euro/dollar. Ces fluctuations du taux de change peuvent être stabilisantes : un pays en conjoncture médiocre voit son taux de change se déprécier, ce qui soutient sa croissance ; mais l'effet balance commerciale joue en sens inverse (un pays en conjoncture médiocre a tendance à avoir une balance commerciale excédentaire, ce qui soutient sa monnaie) et les délais font que les marchés anticipent mal le lien : dépréciation du change — gain de compétitivité — hausse de la production. Aussi, peut-il y avoir des fluctuations change/activité importantes.

La réévaluation des perspectives de croissance de part et d'autre de l'Atlantique ne permet plus de faire jouer avec la même ampleur que lors de la dernière prévision le resserrement de l'écart conjoncturel entre États-Unis et zone euro. Le potentiel de baisse du dollar est plus modéré que ce qui avait été envisagé il y a six mois. L'aggravation du déficit des paiements américains devrait néanmoins contribuer à éroder sa valeur.

Non seulement le différentiel de croissance entre l'Europe et les États-Unis a été révisé, mais également l'écart de croissance entre l'Europe et le Japon. Le revirement des anticipations de croissance en faveur du Japon, dans un contexte de détente prolongée des taux d'intérêt et d'assainissement des organismes financiers, a été particulièrement favorable aux actions de ce pays au cours des derniers mois. Depuis le début de l'année, les grands fonds américains ont nettement arbitré en faveur des actions japonaises, au détriment de leurs positions en Europe. Les actions japonaises sont ainsi passées de 8,7 % fin décembre 1998 à 11,5 % fin juin 1999 des portefeuilles en actions étrangères des investisseurs américains. A contrario, la part européenne serait tombée durant la même période de 68,2 à 61,9 %. Le regain de confiance dans les intermédiaires financiers japonais a joué un rôle important dans ce retour en grâce des actions japonaises.

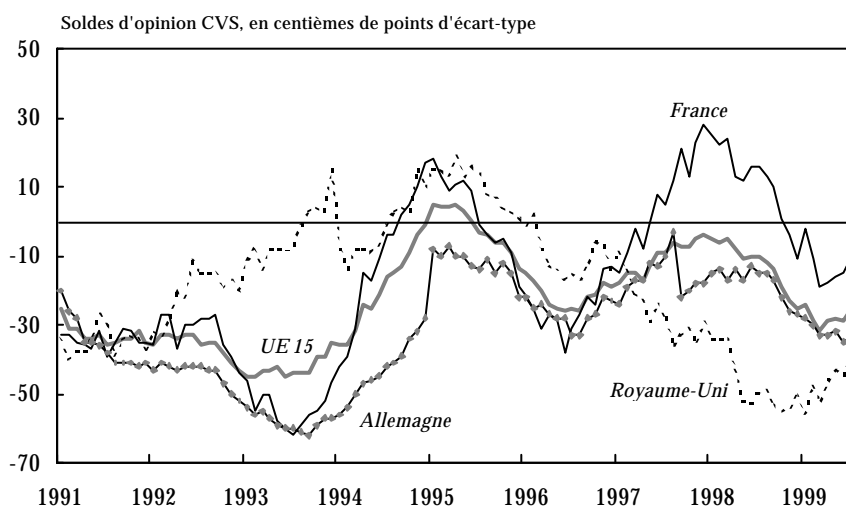
La surprise du rebond d'activité au premier semestre 1999 au Japon à pris à contre-pied ceux qui doutaient de l'efficacité de la relance. Comme d'habitude, ceci a entraîné une révision excessive des positions, tant pour le taux de change que pour la Bourse. Les marchés devraient ainsi bientôt retrouver une vision plus modérée des perspectives japonaises. Toutefois, l'excédent courant japonais doit être recyclé en permanence. En période d'incertitude sur la rentabilité des placements, les Japonais peuvent préférer ne pas s'engager à l'étranger, ce qui tire le yen à la hausse. Reste que les observateurs attendent plutôt un dollar à 112 yens dans un an, ce qui signifie qu'un placement en yens a une rentabilité anticipée inférieure de 11 % à un placement en dollars. Là aussi, on peut penser que le yen devrait retomber lorsque l'effet direct et purement mécanique du plan d'impulsion budgétaire s'estompera et que la Bourse japonaise apparaîtra moins prometteuse.

Commerce mondial : retournement généralisé

Les échanges mondiaux de produits manufacturés reflètent et amplifient les fluctuations des économies nationales. Le commerce mondial a fortement décéléré de l'été 1997 à la fin 1998 (tableau 3). La crise de l'été 1997 a conduit à une chute rapide des importations des pays asiatiques, avant que ne vienne le tour de l'Amérique latine puis celui de l'Europe de l'Est au second semestre de 1998, et qu'enfin les importations européennes marquent le pas en fin d'année, l'Amérique du Nord restant alors le dernier moteur du commerce mondial.

A la mi-1999, l'image s'est modifiée : après avoir atteint un point bas en fin d'année dernière, les importations de produits manufacturés repartent depuis dans de nombreuses zones, notamment en Asie et en Europe. La plupart des pays européens devraient afficher une forte reprise de leurs échanges extérieurs au second semestre. Si les opinions des industriels européens sur les carnets de commandes étrangères sont encore basses, elles s'améliorent depuis le début de l'année (graphique 2). Les importations industrielles européennes, qui ont pratiquement stagné au dernier trimestre 1998 et au premier trimestre 1999, semblent avoir nettement repris au deuxième trimestre et accéléreraient au second semestre avec le raffermissement de la croissance. Les importations d'Amérique du Nord restent encore soutenues par le dynamisme de la demande intérieure. A partir du second semestre, les importations d'Amérique latine, d'Europe de l'Est et plus encore des pays de l'Opep, grâce aux revenus tirés de la hausse des prix du pétrole, devraient recommencer à croître.

2. Opinions des industriels européens sur les carnets de commandes étrangères



Source : Commission européenne.

3. Importations de produits manufacturés (en volume)

	Part dans le commerce en 1997	Variations par rapport à la période précédente, en %											
		1997		1998		1999		2000		1998	1999	2000	
		S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2			
Monde	100,0	5,6	2,6	0,9	2,5	5,2	4,4	3,8	5,9	5,7	9,1		
Pays industrialisés ¹	77,2	5,9	5,0	2,3	3,6	4,8	2,0	1,8	9,3	7,3	8,0		
Union européenne	42,3	6,2	5,9	1,8	1,6	4,5	3,9	3,6	10,0	4,9	8,2		
États-Unis	19,0	7,2	6,1	4,5	6,7	5,8	3,9	3,6	12,3	12,2	8,7		
Japon	6,0	-1,9	-3,4	-2,9	11,1	3,8	2,4	2,6	-5,7	11,6	5,7		
PED ¹	22,8	4,3	-5,5	-4,2	-1,8	7,2	6,8	5,2	-5,5	-0,5	13,4		
Amérique latine ²	5,0	9,2	5,8	-4,0	-4,0	4,9	6,6	4,5	8,3	-3,7	11,6		
Asie ²	10,1	0,7	-14,7	-4,5	3,9	10,7	7,1	6,1	-16,3	6,9	15,9		
OPEP	2,8	5,4	-6,7	-7,8	-8,8	5,9	15,0	7,1	-8,0	-10,0	22,4		
Afrique ²	1,5	7,9	3,3	1,4	-11,7	11,0	5,1	4,0	8,0	-6,3	12,7		
Moyen-Orient ²	0,9	9,9	-0,9	-0,8	-1,9	1,5	2,0	2,0	3,4	-1,6	3,8		
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 inclusés dans les zones PED.

2. Hors OPEP.

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

En 2000, le commerce mondial redeviendrait, comme avant la crise, beaucoup plus dynamique dans les pays en développement. Au total, la croissance des importations mondiales de produits manufacturés serait de l'ordre de 5,7 % en 1999 (après 5,9 % en 1998) et de 9 % en 2000.

Les progressions des marchés extérieurs des principaux pays européens et des États-Unis seraient comparables (tableau 4), le Japon bénéficiant, du fait du poids important de la zone Asie-Pacifique dans ses échanges, d'une demande étrangère en redressement marqué. Cependant, l'évolution du yen ne lui permettrait pas d'en profiter pleinement, le Japon continuant à connaître des pertes de parts de marché importantes.

Les demandes adressées aux principaux pays européens seraient proches. Mais les exportateurs allemands devraient enfin stabiliser leurs parts de marché, tandis que les exportateurs britanniques seraient toujours pénalisés par le haut niveau de la livre. L'arrivée de l'euro rend désormais impossible des ajustements nominaux de change entre les onze pays de la zone. L'examen des positions compétitives entre les pays de l'UE 15, en l'absence de forts ajustements monétaires depuis 1995 pour les pays participant à l'Union monétaire, reflète plusieurs tendances. Grâce à de forts gains de productivité du travail, l'Allemagne a continûment amélioré sa position depuis 1995. L'Italie, qui avait perdu dès 1996 une grande partie de l'avantage procuré par la dévaluation de 1995, stabilise difficilement sa position depuis le début 1998. La France parvient à maintenir une position favorable (graphique 3). Plusieurs pays continuent à accroître leur avantage depuis le début 1998 : Autriche, Finlande, Pays-Bas et Suède. D'autres parviennent à stabiliser leur position (UEBL, Espagne). Enfin, certains connaissent une dégradation : Irlande, Danemark, Grèce et Portugal et Royaume-Uni.

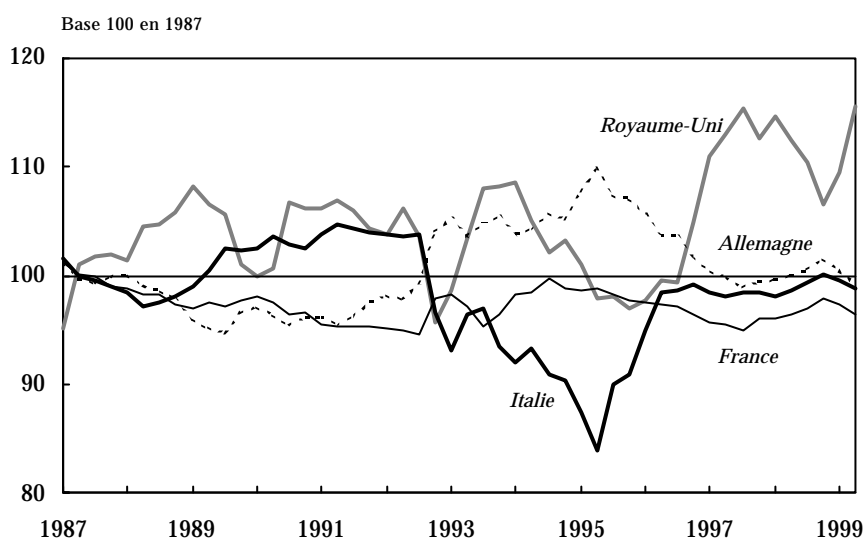
En terme de prix de production, la compétitivité des deux principaux pays de la zone euro — Allemagne et France — s'améliore nettement depuis 1995 au détriment de celles du Royaume-Uni et des États-Unis (graphique 4). Les prix de production italiens retrouvent à partir de la mi-1996 une évolution identique aux prix français qui, mise en parallèle avec l'évolution des taux de change réels, ne permet pas d'expliquer la faiblesse relative des exportations italiennes par rapport aux exportations françaises. La compétitivité japonaise apparaît très dégradée si on se réfère au niveau atteint par le yen depuis la mi-1998 (115/120 yens par dollar).

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

		Variations par rapport à la période précédente, en %													
		1997		1998		1999		2000		1998		1999		2000	
		S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	
France	Exportations	8,8	3,6	2,3	-0,7	5,6	4,0	3,9	9,2	3,3	8,9				
	Demande adressée	6,0	3,9	0,7	0,8	5,1	4,5	3,8	7,3	3,8	9,2				
Allemagne	Exportations	7,5	1,8	-1,7	2,3	6,3	4,1	4,4	4,5	4,6	9,6				
	Demande adressée	6,1	4,0	1,0	1,5	4,4	4,4	3,3	7,6	4,2	8,2				
RU	Exportations	3,4	0,8	-0,8	-2,1	2,2	3,3	3,8	2,1	-1,4	6,4				
	Demande adressée	5,8	3,1	0,6	1,6	5,4	4,6	3,9	6,3	4,7	9,4				
États-Unis	Exportations	5,6	-1,4	1,7	-1,0	3,8	4,0	4,0	2,1	1,7	8,1				
	Demande adressée	5,3	0,4	-0,5	1,2	5,4	4,9	3,9	2,8	3,7	9,8				
Japon	Exportations	3,1	-1,2	-3,5	0,8	3,4	1,3	1,4	-1,5	0,7	3,7				
	Demande adressée	5,1	-0,8	0,3	2,9	6,7	5,2	4,4	1,8	6,5	11,0				
Monde	Importations totales	5,6	2,6	0,9	2,5	5,2	4,4	3,8	5,9	5,7	9,1				

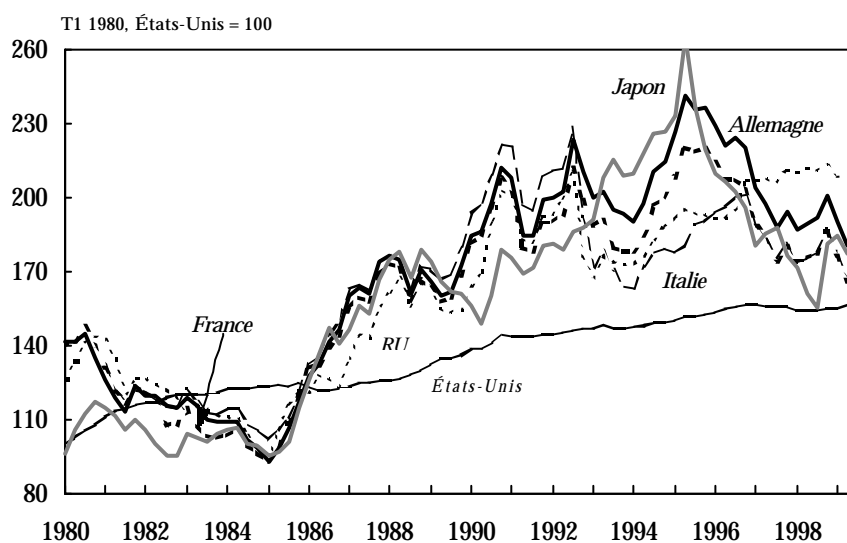
Sources : OCDE, sources nationales, prévisions OFCE.

3. Evolution des taux de change réels dans quatre pays de l'UE *



* L'évolution du taux de change réel (taux de change nominal déflaté par les prix d'exportation) de chaque pays est évaluée, sur base 100 en 1987, par rapport aux autres pays de l'UE).
Sources : Commission européenne (DGII), calculs OFCE.

4. Niveaux de prix de production



Source : OCDE.

Pétrole : l'Opep reprend la main

Après la baisse de l'an passé qui a fait passer le prix du baril de Brent d'une moyenne de 19,1 dollars en 1997 à 9,9 dollars en décembre 1998, le prix du pétrole atteignait 24 dollars le baril à la fin septembre 1999, avant de redescendre brutalement à 20,6 dollars début octobre. Ce repli témoigne d'une forte volatilité des prix et brouille la lecture que l'on peut avoir de l'équilibre sur le marché pétrolier. Au-delà d'une composante spéculative qui a joué à la hausse au cours des derniers mois, la reprise des prix reflète l'amélioration du marché en 1999. A terme, les prix pourraient revenir progressivement vers le niveau moyen de 18 dollars qui s'était imposé depuis le contre-choc pétrolier de 1985.

Plusieurs facteurs de déséquilibre s'étaient accumulés depuis l'automne 1997 : le ralentissement de la croissance mondiale (2,2 % en 1998) avait entraîné une faible hausse de demande de pétrole de 0,3 mbj, la portant à 74,1 mbj; l'offre s'était insuffisamment ajustée malgré les coupes volontaires de l'Opep (les accords de mars et juin 1998 comportaient une baisse de 2,6 mbj). Au cours de l'année 1998, la production mondiale de pétrole avait progressé de 0,3 mbj pour atteindre 75,4 mbj. Les stocks se sont accumulés (+ 1,3 mbj) et ont atteint des niveaux très supérieurs à ceux désirés par les compagnies de raffinage, surtout aux deuxième et troisième trimestres 1998. A la fin de l'année, le marché était saturé et les prix ont chuté (tableau 5).

La rentabilité d'un certain nombre de sites s'en est trouvée affectée, ce qui a mobilisé les principaux pays producteurs, dont l'Arabie saoudite qui produit pourtant aux coûts les plus bas (de l'ordre de 2-3 dollars le baril). L'accord de Vienne du 23 mars 1999, auquel ont souscrit les chefs de gouvernement, a décidé de nouvelles coupes dans la production de l'Opep : 1,7 mbj qui sont venues s'ajouter aux 2,6 mbj des

5. Equilibre sur le marché du pétrole *

En millions de barils/jour

		1997	1998	1999	2000
Demande mondiale (1)	AIE	73,8	74,1	75,2	77,1
	<i>Prévisions OFCE</i>			<i>75,3</i>	<i>77,2</i>
Demande OCDE	AIE	46,7	46,9	47,7	48,7
Offre non OPEP (2)	AIE	44,5	44,7	44,5	45,2
Production OPEP de GNL (3)	AIE	2,7	2,8	2,8	2,9
Variations de stocks (4)	AIE	0,6	1,3	- 0,7	—
Demande de pétrole brut adressée à l'OPEP (1) + (4) - (2) - (3)	AIE	27,2	27,9	27,3	29,0
	<i>Prévisions OFCE</i>			<i>27,3</i>	<i>29,1</i>

* En italiques : prévisions OFCE.

Sources : AIE, prévisions OFCE.

accords antérieurs. Le cartel (hors Irak) a supporté à nouveau la charge d'assainir le marché, même si d'autres pays ont annoncé de leur côté des coupes de 0,4 mbj. Les 2,1 mbj de coupes étaient très supérieures aux attentes (de l'ordre de 1 mbj) et la forte crédibilité de cet accord a rassuré le marché. Les anticipations se sont retournées et les prix sont repartis à la hausse dès la fin mars.

La production a reculé sensiblement au deuxième trimestre 1999, ce qui a conduit à une baisse de 0,7 mbj entre le deuxième semestre 1998 et le premier semestre 1999. Simultanément, la demande de pétrole, traditionnellement faible sur la première moitié de l'année a crû de 0,3 mbj par rapport à la période antérieure. Le resserrement des conditions d'approvisionnement a obligé les compagnies de raffinage à puiser dans leurs réserves. Au premier trimestre, les stocks ont baissé de 1,1 mbj, puis plus légèrement au suivant. Au-delà des mouvements saisonniers, le mouvement de déstockage est donc bien amorcé.

Dès lors, la résorption des déséquilibres a orienté les prix à la hausse. Le prix du baril de Brent est passé à 15,9 dollars en juin 1999 et à 22,5 dollars en septembre 1999. En juillet et août 1999, la production de l'Opep hors Irak s'est stabilisée, reflétant le respect à plus de 90 % des engagements pris depuis mars 1998. L'Arabie saoudite a assumé une bonne partie de cet ajustement, suivie par les Émirats Arabes Unis, le Nigeria, le Koweït. La production a baissé également au Mexique, en Norvège, aux États-Unis mais a augmenté globalement de 0,3 mbj dans la zone non-Opep. Ainsi, au troisième trimestre¹, la production mondiale de pétrole aurait baissé de 1,9 mbj par rapport au premier trimestre 1999 et de 3,45 mbj par rapport au premier trimestre 1998 (avant les accords). Cette situation devrait normalement se reproduire au quatrième trimestre, et sans doute au suivant, les pays ayant confirmé le 22 septembre dernier le maintien de l'accord jusqu'en mars 2000.

Simultanément, la demande de pétrole devrait s'accélérer au deuxième semestre. Selon nos hypothèses de croissance mondiale (3 % en 1999) et d'intensité pétrolière², la consommation de pétrole pourrait augmenter de 2,6 mbj en moyenne (hausse saisonnière de la demande, reprise en Europe). Face au maintien de la production, le surcroît de demande serait satisfait par les stocks. Ceux-ci devraient baisser de 1,6 mbj au troisième trimestre et de plus du double le trimestre suivant. Le marché pourrait même se tendre, l'excédent accumulé en 1998 finissant par se résorber. En juillet dernier, les stocks de pétrole brut exprimés en jours de raffinage restaient supérieurs au niveau de l'an passé mais nos prévisions et la chute des stocks de produits finis laissent présager un retour rapide à la normale. A la fin du mois de septembre, les compagnies pétrolières laissaient entendre que leurs stocks étaient revenus à des niveaux très proches de ceux qu'elles jugeaient normaux.

1. Estimé à partir des mois de juillet et août qui sont connus.

2. Consommation de pétrole rapportée au PIB.

Pour autant, la hausse des prix a été excessive au cours des derniers mois, ce qui a conduit à une correction en octobre, ramenant les prix vers des niveaux plus réalistes. La tendance haussière initiée au printemps 1999 s'est combinée à une forte volatilité qui a soutenu les prix à des niveaux très élevés au cours de l'été. Cette reprise s'est appuyée dans un premier temps sur le retournement des fondamentaux qui a modifié les anticipations de prix. Depuis quelques mois, la demande de pétrole est sans doute gonflée par un effet « an 2000 », notamment aux États-Unis, et qui peut modifier les comportements de stockage dans certaines industries (chimie et pétrochimie). D'autres éléments peuvent expliquer la forte volatilité du prix du pétrole depuis mars :

— après une baisse des prix peut-être excessive l'hiver dernier, le retournement du climat de confiance inspiré par les décisions de l'Opep a pu entraîner dans un premier temps une correction trop forte à la hausse ;

— l'imprécision des données de stocks au niveau mondial (les informations disponibles ne concernent que les pays de l'OCDE) introduit une incertitude sur la vitesse de résorption des déséquilibres en 1999 ;

— enfin et surtout, le retournement des anticipations de prix avait incité certains spéculateurs non pétroliers à se porter sur le marché des fonds futurs en achetant du « papier pétrole ». Ces investisseurs misant sur une hausse des prix sont passés d'une situation de report fin 1998 à une situation de déport. Les contrats échangés ont été particulièrement élevés durant les mois d'été, dopant artificiellement le prix du pétrole ;

— la correction enregistrée début octobre marque la fin de cette bulle spéculative : la hausse des stocks aux États-Unis, le relâchement en septembre du respect des quotas (à 81 % contre 93 % en août) et les craintes d'un retour rapide de l'Irak sur le marché suspendent les anticipations haussières de prix et incitent les spéculateurs à vendre leurs contrats pour réaliser leur bénéfices. Ce mouvement s'il devait se prolonger pourrait peser sur les prix quelques temps mais finirait probablement par éliminer la composante volatilité des cours du pétrole visible depuis plusieurs mois. Les prix refléteraient davantage l'état du marché.

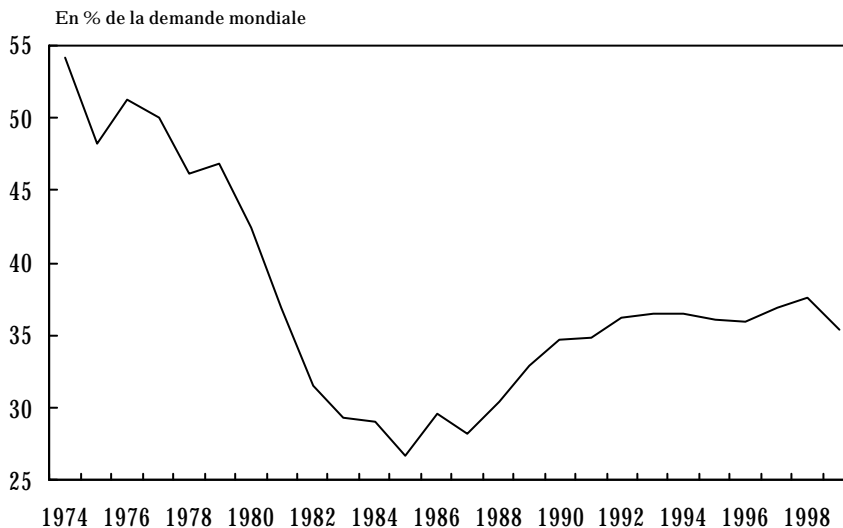
Les perspectives pour l'année prochaine dépendent du comportement de l'Opep au-delà de mars 2000. La demande mondiale de pétrole pourrait croître de 2 mbj, sous l'effet d'une reprise de l'activité économique à 3,5 %. La normalisation du niveau des stocks au cours de 1999 réduit la marge de manœuvre pour ajuster l'offre à la demande. Les stocks ne devraient donc plus jouer le rôle de tampon l'année prochaine. Dès lors, la satisfaction de la demande repose exclusivement sur la reprise de la production de l'Opep. Si l'accord était maintenu au-delà de mars 2000, le marché risquerait d'être particulièrement tendu et les prix très élevés. Plusieurs arguments plaident cependant en faveur d'un relèvement de la production de l'Opep :

— en 1999, la régulation du marché par l'Opep leur a fait perdre quelques 2,5 points de parts de marché (graphique 5). Or, ce repli va à l'encontre de la stratégie initiée après le contre-choc pétrolier de 1985. En effet, l'objectif de l'Opep est de regagner des parts de marché en volume en maintenant des prix suffisamment bas pour limiter les capacités concurrentes où le coût marginal de production est plus élevé. A la fin de 1997, l'Arabie Saoudite avait d'ailleurs été accusée d'être à l'origine de la baisse des prix³ pour évincer du marché certains producteurs et regagner des parts de marché. Il est peu probable que l'Opep continue à défendre cette stratégie de prix élevés qui profitent essentiellement aux autres pays;

— un haut niveau de prix favorise la remise en activité de sites où le coût marginal est plus élevé, comme en Alaska ou en mer Caspienne, et donc de pertes accrues de parts de marché en perspectives. Les progrès techniques en matière de pompage et les découvertes de nouveaux gisements ne cessent d'ailleurs de relever les seuils de rentabilité des puits;

— de même, en remettant en cause les seuils de substitution entre énergies primaires, il peut modifier l'équilibre énergétique de moyen terme au détriment des producteurs de pétrole;

5. Part de marché des pays de l'Opep



Sources : AIE, calculs OFCE.

3. Le 1^{er} décembre 1997, les quotas de production ont été relevés de 10 % ce qui a eu pour effet de bouleverser l'équilibre du marché à une période où la crise asiatique commençait à produire ses effets.

— l'Irak pourrait accroître sa capacité à exporter en 2000, tout comme la Russie et annuler les efforts de l'Opep;

— un niveau élevé de prix risquerait de créer un impact inflationniste dans les pays de l'OCDE, ce qui se traduirait par un durcissement monétaire et une croissance plus faible.

Aussi pensons-nous que la réunion de mars 2000 décidera d'un assouplissement des restrictions de production de l'Opep. Les prix devraient revenir progressivement vers leur niveau d'équilibre de 18 dollars le baril à la fin de l'an 2000.

L'impact de la hausse du prix du pétrole

Pour mesurer l'impact de la hausse du prix du pétrole sur l'économie mondiale, nous avons réalisé une variante à l'aide du modèle multinational Mimosa. Nous simulons donc une hausse de 40 % sur le prix du pétrole : le baril de Brent passe de 12,8 à 18 dollars ce qui correspond *grosso modo* au choc anticipé.

L'impact le plus immédiat d'un tel choc porte sur les prix (tableau 6). Le renchérissement du prix de l'énergie importée se transmet aux prix de production *via* les biens intermédiaires, puis de consommation. La hausse des prix supplémentaire serait de l'ordre de 0,35 point la première année et encore de 0,1 point la deuxième. Les banques centrales réagiraient en augmentant leur taux d'intérêt (de 0,5 point la première année). La hausse de l'inflation se traduit par une perte de pouvoir d'achat du revenu des ménages, et donc une moindre consommation. L'investissement est réduit en raison de la hausse des taux d'intérêt, de la baisse des profits et de la faiblesse de la demande. Ces effets sont plus importants que la hausse de la demande émanant des pays producteurs de pétrole. Au total, le choc aurait un impact récessif sur la croissance du PIB des pays de l'OCDE de 0,2 point en 1999 comme en 2000.

6. Impact d'une hausse de 40 % du prix du pétrole

Ecart en % au compte central

Ensemble des pays de l'OCDE	1 ^{re} année	2 ^e année
PIB	- 0,2	- 0,4
Prix à la consommation	0,35	0,45
Taux d'intérêt court	0,5	0,0

Source : modèle Mimosa, OFCE.

La Corée... et les autres pays d'Asie

Après une année noire, la situation conjoncturelle s'améliore en Asie à un rythme plus rapide que prévu. La vigueur de la reprise conduit à réviser à la hausse les prévisions de croissance pour 1999. Globalement, on peut espérer une croissance de 5,6 % dans l'ensemble de l'Asie hors Japon (6,1 % dans les quatre économies les plus avancées (8 % en Corée du Sud) et 5,5 % dans le reste de la zone). L'ensemble des pays bénéficie d'une situation relativement favorable cette année et, dans la mesure où les situations nationales se sont stabilisées, les pays en crise peuvent commencer à tirer parti des ajustements de 1998. Mais alors que la Corée du sud retourne progressivement vers sa tendance antérieure à la crise, la reprise dans les autres pays porte encore le poids des bouleversements récents.

A la différence de l'an passé où la contrainte financière jouait à plein, l'environnement est plus positif, bien qu'encore très fragile. En mars 1999, les crédits douteux constituent 70 % de l'encours total de crédits en Indonésie, 50 % en Thaïlande, 35 % en Corée du Sud, et 20 % en Malaisie, et la crise récente de Daewoo illustre le maintien des risques de défaut de paiement. Mais les taux de change sont stables par rapport au dollar et les politiques monétaires particulièrement accommodantes, les dérapages inflationnistes ayant été rapidement évités, sauf en Indonésie où la situation s'est malgré tout améliorée. Les banques peuvent se refinancer sur le marché monétaire à bas coût, et le service de la dette du secteur privé s'en trouve allégé, ce qui facilite l'assainissement du secteur bancaire.

Simultanément, les politiques budgétaires restent très expansionnistes. L'engagement du secteur public dans le processus de recapitalisation du secteur bancaire absorbe une grande partie des dépenses (le coût total représente plus de 30 % du PIB en Indonésie et Thaïlande, 20 % en Corée), mais les plans de relance par des investissements en infrastructures ou des dépenses de soutien de la demande privée sont conséquents. Dans certains pays tels que la Chine, ils restent le moteur de la croissance.

Les entrées de devises par le haut de la balance des paiements constituent la principale source de financement de ces économies. Le solde courant de l'Asie émergente⁴ est passé d'un déficit de 25 milliards de dollars en 1996 à un excédent de 120 milliards en 1998 et de près de 90 milliards cette année. Cette performance s'explique par la contraction des importations en 1998 et la reprise des exportations en 1999. Seules la Chine et la Corée du Sud enregistrent en 1999 un recul de leur excédent d'environ 20 milliards de dollars chacune. La Malaisie et la

4. Corée du sud, Taiwan, Hong-Kong, Singapour, Thaïlande, Malaisie, Philippines, Indonésie et Chine.

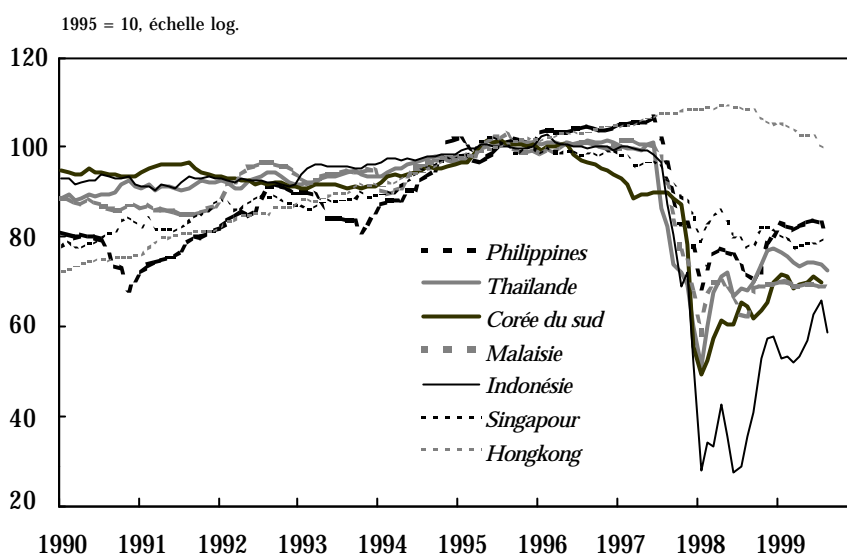
Thaïlande ont accru leur solde de 15 milliards par rapport à 1996 et l'Indonésie de 10 milliards. La reprise économique de 1999 ne se traduit donc pas encore par une franche détérioration des comptes extérieurs sur la moyenne de l'année. Les entrées de capitaux restent par contre modérées. Selon les données de la BRI, les encours de prêts bancaires ont reculé au premier trimestre 1999. La Corée, pourtant lourdement endettée, est parvenue à emprunter, mais la Thaïlande a continué de rembourser, tout comme l'Indonésie, la Malaisie et la Chine. Simultanément, l'accès au marché obligataire reste restreint, mais malgré tout plus ouvert. Les titres publics ont la préférence des investisseurs, les entreprises privées ayant encore du mal à trouver des acquéreurs. Les investisseurs sont échaudés par les risques de non remboursement. Les investissements directs restent élevés, attirés principalement par le bas prix des actifs et l'ouverture des marchés aux capitaux étrangers. Les réserves en devises atteignent des niveaux très élevés, voire rarement observés même avant la crise. En Corée du Sud, elles se montaient à 65 milliards de dollars en juillet dernier, après une moyenne à 25-30 milliards de dollars entre 1993 et 1997.

Cette situation favorise le retour de la liquidité interne. Après le *credit crunch* de 1998, la masse monétaire au sens large, corrigée de l'inflation, a augmenté fortement en Corée du sud (33 % en avril sur un an), un peu moins en Thaïlande (7,5 % en juin), et a commencé à progresser en Malaisie et aux Philippines. Elle décroît toujours en Indonésie (- 12 % en juin). Pour autant, dans un souci d'améliorer la qualité de leurs actifs, les banques restent extrêmement sélectives dans l'attribution des prêts. Ceux-ci continuent de baisser en termes réels, ou progressent faiblement comme en Corée.

Le relâchement de la contrainte financière permet aux pays en crise de remettre progressivement leur économie en marche. Les dépréciations des taux de change par rapport au dollar en 1998 et la récente appréciation du yen se traduisent par un avantage de compétitivité substantiel (graphique 6). En termes effectifs réels, les taux de change des pays concernés maintiennent aujourd'hui un avantage de l'ordre de 15-20 % par rapport à juin 1997. Simultanément, la demande extérieure est restée dynamique, tirée notamment par les États-Unis (forte demande en produits électroniques), le Japon (reprise de l'activité et hausse du yen) et l'Europe (rebond des importations depuis le printemps).

L'activité a donc repris dans l'ensemble de la zone Asie. La production industrielle est repartie en Corée à la mi-1998, et est revenue sur sa tendance de moyen terme, tout comme à Singapour. La Thaïlande et la Malaisie ont retrouvé le chemin de la croissance au début de cette année (elles ont rattrapé la moitié de la baisse de 1998), suivies de près par l'Indonésie. Aux Philippines, par contre, la production industrielle reste atone depuis presque un an.

6. Asie : indices de taux de change réels* par rapport au dollar



* déflatés par l'indice des prix à la consommation.

Sources : FMI, prévisions OFCE.

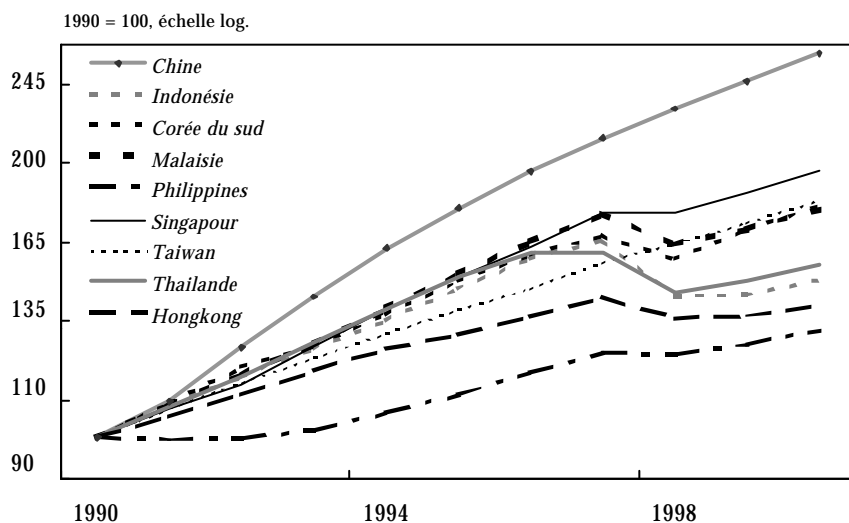
Cette reprise s'appuie sur plusieurs facteurs. Tout d'abord, un effet technique dû au moindre déstockage. L'année dernière, le déstockage aurait expliqué plus de la moitié du recul de l'activité en Asie. Le simple arrêt ou ralentissement de ce processus contribue positivement à la croissance. Ce phénomène a joué un rôle important dans la première phase de la reprise coréenne en 1998. Mais surtout, les exportations commencent à repartir au premier semestre dans l'ensemble des pays bénéficiant d'un effet demande (notamment en matériels électroniques), mais aussi d'un effet compétitivité. Ainsi, en juin sur un an, les exportations coréennes de marchandises ont augmenté de 23 % en volume et de 12,3 % en dollars courants, ce qui implique une baisse des prix en dollars de l'ordre de 10 % sur la période⁵. Le commerce avec les États-Unis a progressé de 43 %, et celui avec le Japon de 30 % en valeur, ce qui implique une hausse en volume de l'ordre de 50 %. Les gains de parts de marché de la Corée sur ces deux parties du monde devraient être élevés. La reprise des ventes vers les pays développés relance les circuits du commerce intégré au sein de la zone. Après l'engrenage dépressif de 1998, le commerce intra-régional de produits destinés à la réexportation vers des marchés tiers, notamment vers le Japon, s'accélère cette année.

5. La baisse des prix n'est probablement pas uniforme. Ainsi, le prix du commerce intra-zone a certainement plus baissé que celui des exportations vers les États-Unis ou le Japon.

La consommation des ménages a également repris dans certains pays (Corée, Hong-Kong) même si la situation sur le marché du travail pèse encore sur les comportements d'achats. La valorisation des titres détenus par les ménages les plus aisés crée un effet de richesse qui se traduit par une reprise de la consommation, notamment sur les biens de luxe et l'automobile. Le cours des Bourses locales s'est accéléré fortement au premier semestre. Entre décembre 1998 et septembre 1999, il s'est accru de 70 % en Corée du Sud, de 50 % à Singapour.

La situation reste très différente d'un pays à l'autre. La Corée du Sud se démarque par une sortie de crise beaucoup plus rapide (graphique 7). La situation s'améliore sur le marché du travail. Après la récession de 1998 qui avait entraîné la destruction de 1,3 million d'emplois, 600 000 nouveaux emplois ont été créés de mars à juin. Le chômage reste élevé, à 6,4 %, malgré un recul de 1,5 point. Simultanément, les salaires, qui avaient fortement ralenti en 1998 sous l'effet de la chute des primes versées et de la rémunération des heures supplémentaires (ces deux composantes représentant un tiers des salaires), devraient recommencer à augmenter en 1999. Malgré le gel ou la baisse du salaire de base négocié dans les accords salariaux pour cette année, le redressement des autres composantes permet une hausse des salaires totaux de 5,6 % au premier trimestre sur un an. Simultanément, la reprise économique s'accompagne d'une meilleure utilisation des capacités productives. Sur une base 100 en 1995, l'indice d'utilisation dans l'industrie manufacturière était descendu à 84,2 en moyenne 1998 (avec un creux à 81,1 au troisième trimestre) avant de revenir à 97,8 en juillet dernier.

7. PIB



Sources : FMI, prévisions OFCE.

Les surcapacités industrielles semblent donc résorbées, des signes de tensions pourraient réapparaître dans le courant de l'année prochaine. Le risque est celui d'une reprise trop rapide qui alimenterait une nouvelle bulle financière.

A l'inverse, l'économie chinoise reste à la traîne. Le gouvernement de Pékin a augmenté son programme de dépenses en infrastructures de 60 milliards de renminbi et celui de dépenses sociales de 54 milliards (relèvement du salaire des fonctionnaires, des chômeurs, des retraités) pour relancer l'économie qui donnait de nouveau des signes de faiblesse au premier semestre. Mais les réformes du secteur bancaire et des entreprises publiques hypothèquent fortement la vigueur de la reprise à moyen terme. Les répercussions sur Hong-Kong sont importantes, l'île étant déjà confrontée à la montée de Singapour comme place financière émergente. La croissance reste l'une des plus faibles de l'Asie en 1999, et pourrait continuer encore longtemps de porter les stigmates de la crise régionale.

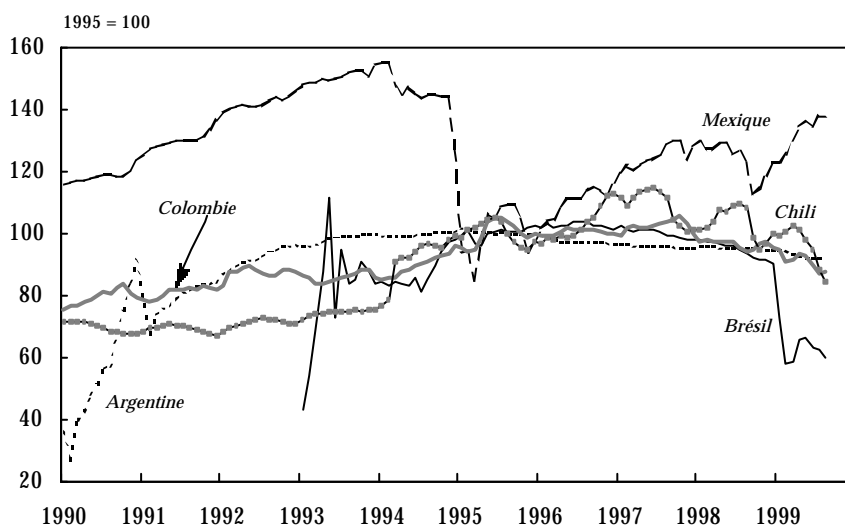
Les perspectives pour l'année prochaine reposent sur la généralisation des bonnes performances à l'exportation et l'amélioration des conditions de demande interne. Mais des risques demeurent, notamment celui d'un retournement du cycle de l'électronique, après une période de demande artificiellement soutenue par l'effet « an 2000 », voire d'un ralentissement américain plus fort que prévu. Globalement, la croissance devrait se ralentir en Corée et à Singapour l'année prochaine tandis qu'elle s'accélérait légèrement dans les pays qui ont connu les plus faibles taux en 1999.

Année noire en Amérique latine

A la différence de l'Asie, où la situation s'améliore plus vite que prévu, les perspectives de croissance en Amérique latine ne cessent d'être révisées à la baisse dans de nombreux pays. Le relèvement des prévisions de croissance régionale entre le début et l'automne 1999 (de - 3,2 à - 0,5 %) ne s'explique que par la situation du Brésil. Le scénario catastrophe qui avait été envisagé en mars a été évité, et le PIB brésilien aura quasiment stagné en 1999, au lieu de reculer comme on avait pu le craindre. Le Mexique est dans une position privilégiée. Ailleurs, les facteurs défavorables se cumulent et les pays s'enfoncent dans la récession. Les marchés financiers restent fragiles, et les marchés de change encore fortement perturbés (Graphique 8).

La situation des **petits pays d'Amérique latine** reste encore extrêmement tendue. Aux fragilités financières s'ajoutent un environnement commercial déprimé (bas prix des matières premières hors énergie, récoltes saccagées par *El Niño*) et une période d'incertitudes politiques du fait d'élections dans de nombreux pays. Au Chili, le PIB a baissé de 3,6 % au deuxième trimestre sur un an, en Colombie de 7,6 %, et au Venezuela de 9,6 %. Le second semestre 1999 devrait voir s'améliorer un certain nombre de ces facteurs. Les pays qui, comme le Pérou ou le Chili, exportent vers l'Asie devraient profiter de la reprise de la zone. Le relèvement du prix du pétrole depuis le printemps dernier et le retournement du cours de certaines matières premières industrielles

8. Amérique latine : indices de taux de change réels* par rapport au dollar



* déflatés par l'indice des prix à la consommation.

Sources : FMI, calculs OFCE.

depuis le début de l'année devraient alléger la contrainte budgétaire et extérieure dans certains pays. Mais, certains produits agricoles souffrent encore de la surproduction et des excédents mondiaux : les prix continuent de baisser sur le marché mondial pour le café, le soja, le sucre... Certains pays ont atteint leurs limites d'endettement. L'Équateur a été déclaré en défaut de paiement sur 48 millions de dollars d'intérêts fin septembre, en dépit du réaménagement de sa dette extérieure en 1994 dans le cadre du plan Brady. La dette extérieure atteint 113 % du PIB et son service absorbe 40 % du budget de l'État. Ce pays vient de signer un accord avec le FMI qui prévoit le rééchelonnement de la dette publique *via* le club de Paris.

A la différence du Brésil qui bénéficie du retour de la confiance des investisseurs et d'un niveau très favorable de compétitivité, l'**Argentine** pâtit de la rigueur monétaire imposée par son système de change, de sa dépendance commerciale à l'égard du Brésil et d'une mauvaise compétitivité. A cela s'ajoutent l'incertitude des résultats aux élections présidentielles du 24 octobre prochain et la brutale dégradation des relations commerciales entre le Brésil et l'Argentine. La baisse de l'activité observée au dernier trimestre 1998 et au premier de 1999 (- 8 et - 7 % respectivement par rapport au trimestre précédent) s'est atténuée au deuxième trimestre 1999. L'activité est restée stable durant le printemps tandis que la production industrielle a aussi marqué le pas. Les exportations ont chuté de 12 % sur un an en juin. Les conditions de crédit restent sévères, le climat des affaires reste déprimé tout comme le sentiment de confiance des ménages. Le taux de chômage a continué d'augmenter pour atteindre 14,5 % à la mi-1999 tandis que les mécanismes de déflation sont toujours à l'œuvre : les prix ont baissé de 1,9 % sur un an en août. Conséquence directe de la récession brésilienne, de la perte de compétitivité des produits nationaux, et du retrait des capitaux étrangers, la crise en Argentine a également d'autres facteurs.

Comme en 1995 lors de la crise mexicaine, la question du régime de change fixe se pose, notamment lorsque son voisin peut dévaluer sa monnaie de 40 % sans relancer les mécanismes d'inflation et retrouver rapidement le chemin de la croissance. Dans le but de rassurer les investisseurs, le président Menem a lancé au printemps un appel à la dollarisation de l'économie, au grand dam des brésiliens convertis à l'idée d'une monnaie unique au sein du Mercosur; ceci a contribué à déstabiliser encore davantage les marchés financiers. L'échéance des prochaines élections a suspendu le débat sur le changement de régime de change, mais il est probable que le prochain président de la République soit amené à modifier en 2000 le système du *currency board* en place depuis 1991. Par ailleurs, le relèvement des tarifs douaniers sur 400 produits argentins, décidé par le Brésil à la fin septembre, marque une crise majeure dans le processus de construction de la zone de libre échange du Mercosur. De nombreuses entreprises ont investi de part et d'autre

de la frontière Argentine-Brésil : une remise en question du traité d'Asuncion de 1991 serait fatal à l'Argentine, mais aussi au Brésil. Cette crise n'est probablement que passagère. En attendant, l'Argentine risque de pâtir de cette situation, et de voir ses perspectives de reprise s'atténuer sensiblement.

Au **Brésil**, la situation économique à la mi-1999 est plutôt favorable. Les risques de reprise de l'inflation, annoncés au début de l'année, ont été écartés : les mécanismes d'indexation des salaires aux prix ne se sont pas remis en place, témoignant ainsi de la réussite du plan Réal. La dévaluation aura eu au total un impact très limité sur l'inflation : + 5,2 % sur un an en août 1999, après + 3,6 % en août 1998. Les autorités monétaires ont pu détendre les taux d'intérêt de 45 % en février dernier à 19,5 % en juin, et 19 % à la fin septembre. Le taux de change reste autour de 1,9 real pour 1 dollar, maintenant une dépréciation d'environ 40 % par rapport à décembre 1998. Après une baisse au second semestre 1998, l'activité a repris aux premier et deuxième trimestres de 1999 (+ 0,8 % et + 0,9 % par rapport au trimestre précédent). Cette amorce de reprise s'appuie sur une très bonne récolte agricole au début d'année et une forte hausse de la production de gaz et de pétrole les mois suivants. La demande intérieure reste faible, tant privée que publique. L'ajustement budgétaire qui conditionnait le plan d'aide de 41,5 milliards de dollars du FMI conduit à une baisse des dépenses publiques en 1999. L'objectif d'excédent primaire de 3,1 % du PIB en 1999 devrait être atteint si l'effort se maintient au deuxième semestre : sur les douze mois cumulés à juillet, il atteint 2,8 % du PIB. Pour autant, le processus de restructuration des finances publiques avance à petits pas et donne lieu à des tensions politiques d'autant plus fortes que les élections municipales auront lieu l'année prochaine. De nombreux responsables politiques, dont le Président du Sénat, soutien important au président Cardoso, désavouent l'orientation restrictive de la politique budgétaire du gouvernement. Sur le plan externe, la baisse de 25 % du taux de change effectif réel du real ne s'est pas traduite par une relance des exportations. Certes, le déséquilibre commercial s'est réduit (passant de - 6 milliards de dollars en 1998 à - 0,5 milliard sur les six premiers mois de l'année 1999), mais principalement sous l'effet de la baisse des importations (17 % en valeur et 23 % en volume). Les exportations sont restées contraintes par la contraction des autres pays d'Amérique latine, baissant de 14 % en valeur et de 2 % en volume sur les six premiers mois de l'année par rapport à la même période de l'an passé. En août toutefois, elles progressaient de 7 % sur un an en valeur. Le retour de la confiance a ramené les capitaux étrangers. Au premier semestre, les flux d'investissements directs étrangers, attirés principalement par la vente d'actifs, ont presque doublé par rapport à la même période de l'année passée. L'année prochaine, la demande intérieure devrait se raffermir sous l'effet des bas taux d'intérêt, tandis que les exportations

pourraient tirer parti de leur avantage de change. La croissance pourrait revenir autour de 3,5-4 %.

Avec 3 % de croissance en 1999, le **Mexique** s'avère le pays le mieux préservé d'Amérique latine, tiré comme les pays d'Amérique centrale par le dynamisme américain. Le ralentissement observé l'année dernière tient au resserrement de la politique monétaire et budgétaire, rendu nécessaire par le creusement du solde courant et la reprise de l'inflation. Le dynamisme des importations et la baisse des recettes pétrolières (baisse des prix et coupes de production) avaient porté le déficit extérieur à des niveaux élevés bien qu'inférieurs à ceux de 1994 (16 milliards de dollars contre 30 milliards alors). En septembre 1999, les taux d'intérêt sont revenus à 20 % et les fondamentaux restent bien orientés : la production a augmenté de 4,4 % sur un an en juillet, et les exportations sont restées très élevées au premier semestre 1999 en dépit du ralentissement américain et d'un taux de change pénalisant. En dollar, elles ont progressé de 17 % en juin sur un an, après 13 % en mai. La remontée du prix du pétrole en 1999 et le relâchement des contraintes sur la production en 2000 devraient faciliter la résorption du déséquilibre externe.

Après une croissance nulle en 1999, l'année 2000 devrait enregistrer une amélioration sensible de la croissance de zone Amérique latine, qui serait de l'ordre de 3,5 % en moyenne annuelle.

États-Unis : la menace fantôme

L'évolution de l'activité au cours des six derniers mois a été conforme à ce que nous avons prévu, à savoir la persistance du dynamisme de l'économie américaine. Le profil de croissance est néanmoins plus heurté qu'envisagé. Avec plus de 1 % de croissance, le premier trimestre de l'année 1999 est resté très vigoureux, après 1,5 % au quatrième trimestre 1998. Par contre, la croissance s'est nettement infléchie au deuxième trimestre de 1999 (0,4 %). Mais l'analyse des composantes de la croissance, combinée à des indicateurs conjoncturels encore très bien orientés, conduisent à rester optimiste pour le second semestre de 1999. L'effet « an 2000 » pourrait soutenir fortement la croissance au quatrième trimestre 1999 et la freiner au premier trimestre de l'an 2000. Le scénario retenu pour le reste de 2000 est celui d'un ralentissement modéré. Les risques qui pèsent sur l'économie américaine (surchauffe, krach boursier, crise de l'endettement, désaffection pour les actifs financiers américains) ne devraient pas se matérialiser. L'hypothèse implicite est que l'économie américaine peut vivre sans une forte croissance de la Bourse, les investisseurs acceptant de revoir à la baisse leurs exigences de rentabilité. Les ajustements sont supposés, une fois de plus, se faire en douceur, en partie grâce à la qualité du *policy mix*, en partie grâce à l'impact du *New Age* (c'est-à-dire le maintien de gains de productivité sensibles et la fin de l'inflation).

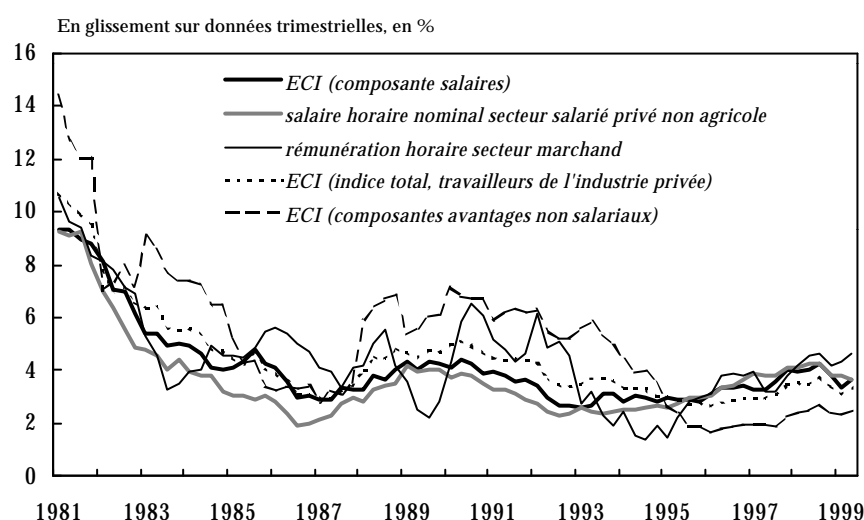
La consommation des ménages a encore joué le rôle de moteur de la croissance au premier trimestre, allant même jusqu'à accélérer par rapport au trimestre précédent. Ce mouvement tient essentiellement à l'accentuation de la chute du taux d'épargne des ménages. A la fin de l'année 1998, il s'était arrêté de justesse au niveau zéro. Il est largement passé en dessous au début de 1999 (- 0,8 %). Les composantes du revenu ont, elles, évolué sans surprise, l'emploi et les salaires progressant au même rythme que le trimestre précédent (respectivement 0,6 % et 1 %) et l'inflation n'ayant pas accéléré. De même que la consommation des ménages, l'investissement logement est resté très dynamique, profitant également de l'accroissement de la richesse des ménages.

Après une très forte progression au quatrième trimestre de 1998, les exportations se sont de nouveau contractées au premier trimestre de 1999, du fait de la forte baisse des exportations vers l'Amérique latine et l'Asie. Combinée à une pénétration toujours croissante des importations, la contribution du commerce extérieur à la croissance ressort très négative. L'infléchissement de la croissance au deuxième trimestre par rapport au premier tient pour beaucoup au ralentissement du stockage, dont le rythme est le plus faible depuis 1992. Cet assainissement, qui apparaissait nécessaire depuis quelques trimestres, est salutaire, quoique surprenant dans son ampleur. Le ralentissement de la consommation des ménages et de l'investissement logement et la contraction des dépenses

publiques se rajoutent à l'effet des stocks pour freiner la croissance. La légère accélération de l'investissement productif et le nouveau rebond des exportations, bien que remarquables, contribuent marginalement à la croissance.

Les salaires horaires nominaux ont cessé d'accélérer depuis le début 1998, interrompant ainsi un mouvement entamé depuis trois ans. Cette décélération intervient presque un an et demi après que l'inflation ait elle-même fortement ralenti. Les chiffres les plus récents suggèrent néanmoins que ce mouvement s'amenuise, répondant ainsi à la stabilisation de l'inflation en 1998. Les autres mesures du coût du travail disponibles, qui s'étaient également infléchies, se sont d'ailleurs déjà retournées (graphique 9). Ces éléments, et l'accélération modérée de l'inflation depuis le début de 1999, incitent à inscrire dans la prévision une progression assez dynamique des salaires.

9. États-Unis : différentes mesures du coût du travail



Source : BLS.

Le chiffre élevé de l'inflation au deuxième trimestre 1999 tient au point d'avril (0,7 % par rapport à mars), que l'on peut considérer comme isolé. En effet, les prix sont restés stables en mai et en juin, avant de progresser de nouveau en juillet et en août, à chaque fois de 0,3 %. Ce rythme mensuel est certes un peu plus élevé qu'il y a un an, mais l'accélération reste contenue grâce à la faible progression des prix des services. De plus, l'indice de base (hors énergie et alimentation) a amorcé un mouvement de repli depuis la fin 1998. Il est même en deçà des 2 % en glissement en août 1999. Du côté des prix à la production, l'accélération depuis le début de 1998 est nette : c'est elle que l'on commence

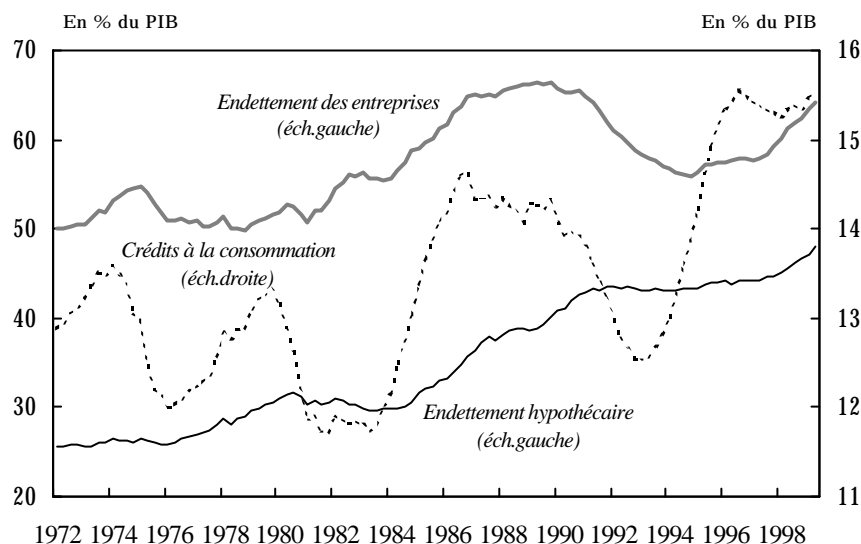
à retrouver, un an plus tard, dans les prix à la consommation. Ce mouvement sur les prix à la production est étayé par l'enquête NAPM, effectuée auprès des directeurs d'achats. Mais, comme pour les prix à la consommation, l'indice de base progresse maintenant moins vite que l'indice total. Au total, les tensions inflationnistes restent aujourd'hui modérées. Compte tenu des gains de productivité et du faible niveau des taux d'utilisation, l'inflation ne devrait que faiblement accélérer sous le coup de prix des importations en hausse. En glissement, elle ne devrait pas dépasser les 3 % et, à 2,5 % en moyenne annuelle en 2000, elle reste encore « historiquement » modérée.

La bonne orientation des indicateurs conjoncturels, et plus particulièrement ceux concernant le secteur manufacturier, permet d'envisager une croissance d'au moins 1,6 % au second semestre 1999. L'accélération du rythme de croissance au troisième trimestre par rapport au second tient à l'amorce d'un mouvement de reconstitution des stocks et à la confirmation de la reprise des exportations (portées par un commerce mondial plus dynamique). La consommation des ménages ralentit encore, la baisse du taux d'épargne s'amortissant significativement. Les trois baisses consécutives de l'indice de confiance des consommateurs au cours des derniers mois confirment cette modération du rythme de croissance de la consommation. Pour le quatrième trimestre, l'hypothèse est faite que les ménages effectueront des achats et les entreprises constitueront des stocks de précaution par crainte de dysfonctionnements liés au passage à l'an 2000. Malgré le ralentissement de la croissance de la Bourse sur les derniers mois, une nouvelle baisse du taux d'épargne est envisagée, permettant à la consommation de maintenir son rythme de croissance. Le taux d'épargne devrait remonter progressivement dès le premier trimestre 2000, mais la croissance régulière du revenu disponible réel (environ 0,7 % par trimestre) soutient encore la consommation. L'investissement logement devrait porter la marque de la hausse des taux hypothécaires depuis le début de l'année et de la baisse des mises en chantier au second trimestre. L'infléchissement du rythme de croissance se justifie par une moindre croissance de l'endettement hypothécaire, la disparition progressive de l'effet de richesse et la saturation des besoins. La dégradation du taux de marge des entreprises ne devrait freiner que progressivement le dynamisme de l'investissement productif, celui-ci restant soutenu par la volonté des entreprises de rester dans la course de la révolution informatique.

Un tel scénario de croissance est fragile à de nombreux égards. A la surévaluation de la Bourse se rajoute la dégradation impressionnante du déficit courant américain (3,6 % du PIB au deuxième trimestre, dépassant ainsi le creux de 1987), associée à un niveau élevé d'endettement des agents privés non financiers (130 % du PIB au deuxième trimestre). La progression de l'endettement tient surtout à celle de l'endettement hypothécaire (graphique 10). Compte tenu de l'effort de désendettement

des entreprises qui s'est poursuivi bien en avant dans le cycle actuel, leur niveau d'endettement reste en-deça du sommet précédent, ce qui permet de relativiser le caractère jugé excessif de sa progression rapide depuis 1997. Ce mouvement résulte néanmoins d'un effet de levier important (les entreprises finançant leurs projets par endettement plutôt que par émissions d'actions).

10. États-Unis : stock de dette des entreprises et des ménage



Sources : Federal Reserve Board, BEA.

Une dépréciation forte du dollar, en réponse aux doutes des investisseurs sur la soutenabilité de ces niveaux, est envisageable, entraînant dans son sillage la Bourse et un arrêt des afflux de capitaux étrangers. La disparition des deux sources principales de financement de l'économie américaine aurait certainement de lourdes conséquences et ce n'est plus 2,6 % de croissance qu'il faudrait envisager pour l'an 2000, mais un scénario similaire à celui analysé l'an dernier et donc une croissance proche de zéro⁶.

6. « États-Unis : une récession sous conditions » dans le dossier : Perspectives 1998-1999, *Revue de l'OFCE* n° 67, octobre 1998.

1. Retour sur l'évolution du solde budgétaire fédéral américain

Plus que la réduction des dépenses fédérales, la forte croissance des recettes fiscales a très largement contribué à la réduction du déficit public. Depuis cinq ans, elles augmentent plus vite que le PIB, soutenues principalement par la forte croissance des recettes d'IRPP : en moyenne sur 1993-1997, le taux de croissance de ces dernières a été en effet supérieur de presque quatre points de pourcentage au taux de croissance du PIB. L'augmentation du taux d'imposition des plus riches contenue dans l'*Omnibus Budget Reconciliation Act* de 1993 explique la croissance plus rapide des recettes d'IRPP au cours de l'année fiscale 1994, mais les années suivantes, l'écart de croissance tient à d'autres facteurs. L'analyse des données disponibles sur la période 1993-1997 (les données de 1997 restant préliminaires) met en évidence quatre facteurs explicatifs.

Causes de l'excès de croissance des recettes d'IRPP par rapport au PIB

Facteur explicatif	Contribution
Croissance du revenu avant impôt des ménages	12 %
Croissance des plus-values réalisées	33 %
Croissance des revenus tirés des plans d'épargne retraite et des participations	15 %
Augmentation du taux d'imposition (liée à la croissance des revenus les plus élevés)	40 %

Source : CBO : *Economic and budget outlook : fiscal years 2000-2009* janvier 1999.

Si ce tableau attribue à la croissance des plus-values réalisées un rôle important mais pas dominant dans la croissance des recettes d'IRPP¹, la comparaison des montants d'impôts prélevés sur ces plus-values réalisées avec le niveau du solde budgétaire amène à relativiser le niveau des excédents récents. En effet, si l'on applique aux plus-values réalisées en 1996 (250 milliards de dollars, soit une progression de 42 % par rapport à 1995) le taux d'imposition maximum de 28 %, environ 70 milliards de dollars de recettes sont ainsi rentrées dans les caisses de l'État en 1997, à comparer à un excédent de 22 milliards de dollars. De même, pour l'année fiscale 1998, les plus-values réalisées en 1997 (377 milliards de dollars) ont rapportées environ 75 milliards de dollars², à comparer à un excédent de 69 milliards de dollars. Enfin, l'hypothèse du CBO d'une croissance des plus-values réalisées en 1998 d'environ 8 %³ correspond

1. Un élément lié aux plus-values boursières joue implicitement dans l'augmentation du taux d'imposition dans la mesure où la croissance des revenus les plus élevés provient, entre autres, de l'utilisation accrue des *stocks options* comme moyen de rémunération. Compte tenu de la forte croissance de la Bourse au cours des dernières années, la valeur imposable des options exercées a fortement augmenté. Des données partielles indiquent qu'elle aurait quasi-doublé en 1995, puis de nouveau en 1996 et continué de croître à un rythme élevé en 1997. Ces montants pourraient gonfler les recettes de l'IRPP pour l'année fiscale 1997 de quelques 5 milliards de dollars supplémentaires.

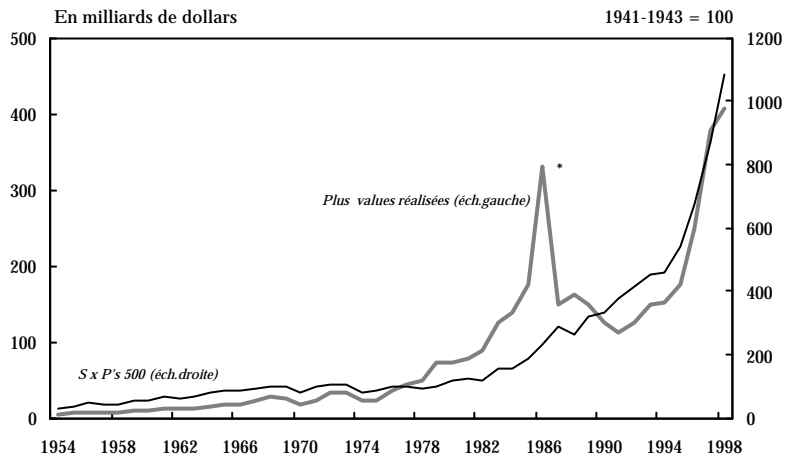
2. Le taux maximum d'imposition des plus-values réalisées sur les actifs détenus depuis plus de cinq ans a été abaissé à 20 % depuis le *Tax Payer Relief Act* de 1997.

3. CBO : *Economic and budget outlook : fiscal years 2000-2009*, janvier 1999.

à environ 80 milliards de dollars d'impôts sur plus-values, à comparer à un excédent prévu de 120 milliards de dollars pour l'année fiscale 1999.

L'amélioration du solde budgétaire fédéral aurait été moins spectaculaire si la croissance des plus-values réalisées avait été moins forte. Le graphique indique qu'une contraction de la Bourse entraînerait certes une diminution des plus-values réalisées mais non leur disparition. L'effet direct d'un krach boursier sur l'excédent budgétaire devrait donc rester limité. C'est l'effet indirect (à savoir une récession) qui serait vraisemblablement le plus dommageable.

États-Unis : niveau des plus-values réalisées et de la Bourse



* La très forte progression en 1986 vient de ce que les contribuables se sont précipités pour réaliser des plus-values avant la hausse du taux d'imposition en 1987.

Sources : CBO, Conference Board.

7. États-Unis : résumé des prévisions

	Niveaux 1997 mrd de \$ 1992	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		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	1,2	1,6	1,2	0,8	0,8	0,4	0,6	0,5	0,4	3,4	4,9	5,0	2,5
Dépenses publiques	1 285,1	-0,5	0,9	0,4	0,8	1,0	-0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,3	0,9	1,9	0,8
FBCF totale	1 142,2	4,8	3,2	0,4	3,2	2,4	2,4	1,8	1,8	0,9	0,9	0,9	0,9	8,5	11,4	9,3	5,1
dont : — logement	282,8	3,7	3,6	2,4	2,4	3,6	1,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,5	10,4	9,5	2,3
— hors logement	859,4	5,2	3,1	-0,2	3,5	2,0	2,6	2,3	2,3	1,0	1,0	1,0	1,0	10,7	11,8	9,2	6,1
Exportations de biens et services	970,0	-0,7	-2,0	-0,7	4,6	-1,3	1,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	12,8	1,5	3,7	8,0
Importations de biens et services	1 106,1	3,7	2,3	0,6	2,9	3,2	3,6	2,8	3,2	0,6	1,3	1,2	1,2	13,9	10,6	11,6	7,3
Variations de stocks (en milliards de \$ 1992)	63,2	22,9	9,6	13,9	11,1	9,7	1,9	6,3	12,5	7,5	6,3	6,3	6,3	63,2	57,4	30,3	26,3
PIB	7 269,8	1,4	0,5	0,9	1,5	1,1	0,4	0,9	0,9	0,4	0,6	0,6	0,6	3,9	3,9	3,8	2,6
Prix à la consommation		0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,3	1,6	2,1	2,5
Solde courant, en pourcents de PIB		-2,3		-2,9		-3,4		-4,3		-4,5		-4,1		-1,8	-2,6	-3,8	-4,3

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

Sources : Département du commerce - Comptes nationaux, BLS, prévisions OFCE

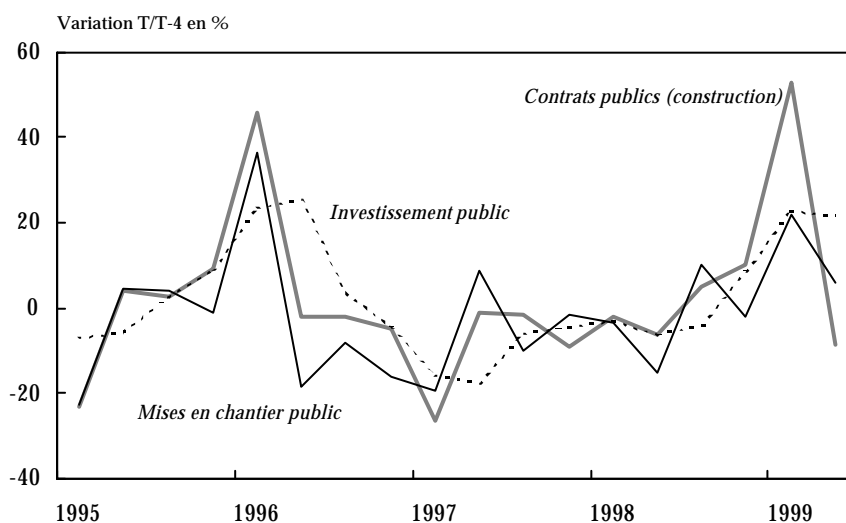
Japon : des à-coups et peu d'acquis

Le Japon a connu au premier trimestre 1999 une croissance de 2 %, qui a dopé les anticipations. Le consensus unanimement négatif à - 1,2 %, il y a six mois, prenant en compte les acquis des deux premiers trimestres, a viré au positif. La moyenne des anticipations se situe fin septembre aux alentours de 0,8 %. Le consensus a donc rejoint notre prévision d'il y a six mois. Par son seul effet mécanique, la « reprise en main publique » telle qu'elle avait été alors évaluée, paraissait en mesure d'arracher le Japon à la récession. Néanmoins, notre prévision de février ne revendiquait pas l'optimisme pour autant, dans la mesure où la croissance était essentiellement portée par la demande publique, sans véritable relais privé.

Globalement, le crédit que nous accordions à l'effort public de relance a été rapidement validé par les comptes nationaux. En revanche, le calendrier envisagé péchait par excès de prudence et envisageait un plus large étalement de l'impulsion sur les deuxième et troisième trimestres de 1999. En fait, les délais de mise en place des dépenses et des économies d'impôts ont été exceptionnellement courts, et l'impulsion a joué comme un électrochoc dès le premier trimestre (graphique 11).

La concentration des dépenses publiques fait envisager une croissance plus chaotique qu'initialement prévu. Le rythme est déjà moins soutenu au deuxième trimestre. Mais c'est surtout au troisième trimestre que se sera fait ressentir l'assèchement de l'enveloppe budgétaire supplémentaire. Au regard des mises en chantier publiques et des commandes

11. Japon : commandes et mises en chantier publics

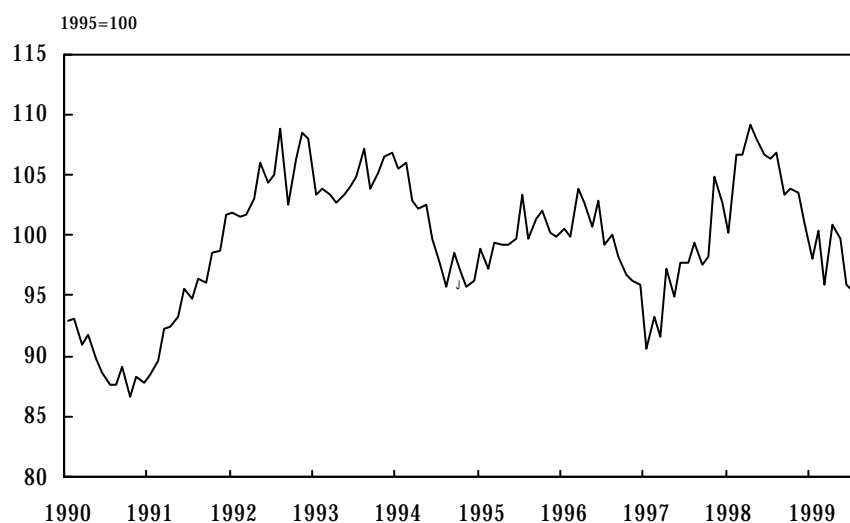


Source : Banque du Japon, ministère des Finances.

d'origine publique, il est pratiquement acquis que l'investissement public aura nettement reflué. Les mises en chantier publiques étaient en repli de 8 % en juin comme en juillet par rapport à l'an dernier. Les commandes reçues du secteur public étaient, quant à elles, en retrait de 17 % en juillet par rapport à l'an dernier. Aussi, si le gouvernement nippon veut tenir sa promesse de maintenir durant l'année fiscale 2000, les dépenses à leur niveau de 1999 (en termes réels), un collectif budgétaire devra être voté d'ici la fin de l'année pour être engagé au début de la prochaine année fiscale.

Ces à-coups de l'investissement public profileront la croissance des années 1999 et 2000. Au troisième trimestre 1999, la baisse des travaux publics pourrait contribuer pour près d'un point au repli de l'activité. Cette irrégularité fausse aussi la lecture des indicateurs conjoncturels. La dépense publique a certes donné un coup de fouet à l'activité, et consolidé le retour de confiance des entreprises. L'enquête Tankan en témoigne, dans toutes ses composantes (perspectives de production, niveau des stocks (graphique 12), difficultés de trésorerie, ou facilité d'accès au crédit). Les perspectives de bénéfices sont également nettement positives pour l'an 2000, avec des progressions programmées de l'ordre de 20 %, après 17,6 % au cours de l'exercice se terminant au mois de mars 2000. Ce retournement des anticipations a redonné des couleurs à la Bourse, mais cette amélioration ne doit pas être entièrement imputée à la croissance. Le *Nikkei* est également dopé par la tenue des valeurs des institutions financières, qui ont bénéficié, à partir de mars 1999, d'un refinancement massif d'origine publique, alloué au provisionnement des créances douteuses.

12. Japon : stocks de produits finis/livraisons



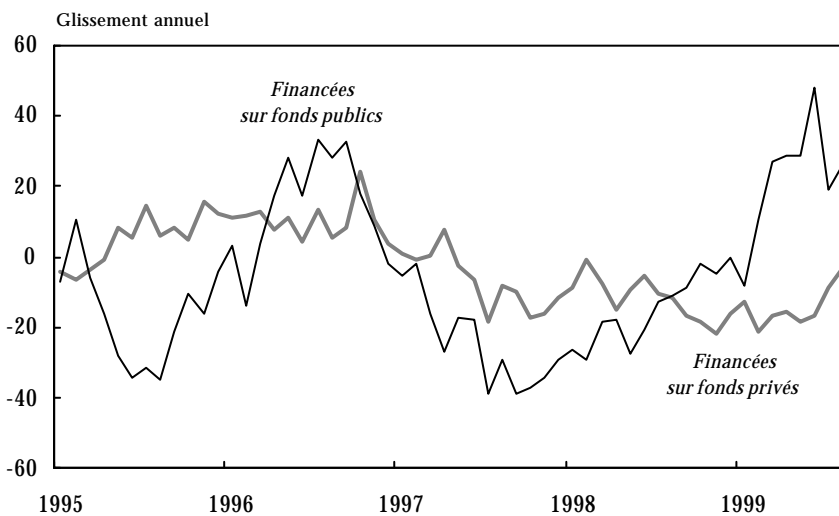
Source: Banque du Japon.

La production industrielle, jusqu'au mois d'août où elle a fait un bond de 4,6 %, demeure plutôt étale, mais les entreprises ont profité de cette période pour éponger leurs excédents de stocks de produits finis.

La croissance du premier semestre a reposé presque intégralement sur la demande publique et de manière plus douteuse sur la consommation privée. Celle-ci a progressé de 1,6 % au premier semestre par rapport au précédent. Probablement faut-il y voir l'impact de l'allègement de fiscalité. Néanmoins, peu d'éléments corroborent cette prétendue vitalité retrouvée. Les ventes de détail, totales ou celles des grandes surfaces, ne s'inscrivent pas sur une tendance haussière depuis le début de l'année et jusqu'en août. Le même constat peut être établi concernant les immatriculations, qui se replient plutôt durant l'été. Les enquêtes de consommation, conduites auprès des ménages, ne permettent pas non plus, en dépit de certains commentaires trop ponctuels, de déceler un véritable éveil de la consommation ou l'amorce d'un reflux du taux d'épargne.

L'investissement résidentiel, qui a contribué à la croissance nipponne au premier semestre (avec un bond de 16,2 % notamment au second semestre), n'est dopé que par sa part financée sur fonds publics (graphique 13). La moyenne des sept premiers mois de l'année 1999 est en retrait de 18,3 % par rapport à la même période de 1998 pour sa composante financée sur fonds privés, et en hausse de 15,1 % pour sa composante financée sur fonds publics. Sur cette même période, 47 % des mises en chantiers ont été financées sur fonds publics (38 % sur la même période l'an dernier).

13. Japon : mises en chantier de logements



Source : Banque du Japon.

On ne décèle aucune prise de relais de l'investissement public par l'investissement privé. Les plans d'investissement demeurent toujours en net retrait; une baisse de 7,5 % est programmé pour l'année fiscale 1999, s'achevant en mars 2000. Les signaux macroéconomiques positifs et l'amélioration des perspectives de production n'ont en rien déplacé ces plans depuis le début de l'année, les enquêtes de février et de septembre donnant des résultats similaires. Les commandes de biens d'équipement semblent, au mieux, indiquer une stabilisation depuis quelques mois.

Globalement, l'investissement public ne devrait plus contribuer à la croissance l'an prochain. Son absence de reflux et la volonté publique de continuer à agir dans le sens d'un allègement de la fiscalité (il s'agit essentiellement d'une reconduction de mesures temporaires en faveur du logement et d'un aménagement en faveur des PME) agissent dans le sens de la neutralité en 2000. La performance de l'économie nipponne reposera donc sur la dynamique privée. Du côté des ménages, la stagnation du revenu, de la durée du travail, et la faiblesse des bonus ne permettent d'envisager qu'une consommation étale. La progression de près de 5 % de l'investissement résidentiel sera surtout le résultat des acquis du soutien public engagé cette année.

Par rapport à notre précédente prévision, la principale interrogation tourne autour de la valeur du yen et de son impact sur la croissance et des profits. Le yen fort suscite des efforts de productivité qui passent par des investissements supplémentaires, des destructions d'emplois et une contraction de la composante irrégulière des salaires (heures supplémentaires et bonus). Les uns ne peuvent que dégrader encore davantage le rendement des actifs et fragiliser le système productif en retardant l'ajustement nécessaire du taux d'investissement; les autres vont miner la confiance des consommateurs qui commençait tout juste à se redresser.

Surtout, le maintien d'une parité proche de 100 yens pour 1 dollar favorise la délocalisation de la production et les phénomènes de réimportation. La vigueur des importations au premier semestre en témoigne ainsi que leur forte élasticité au taux de change. Cet élément de forte mobilité du capital atténué peut-être la pression compétitive, mais produit des effets négatifs sur l'emploi. La présente prévision escompte cependant que le yen finira par rechuter, lorsque les investisseurs se décourageront à nouveau devant la retombée de l'activité et de la Bourse. Le reflux du PIB au troisième trimestre de 1999 pourrait être un catalyseur. En cela, le passage à vide de l'activité au second semestre pourrait être souhaitable pour tempérer les anticipations haussières et éviter un étouffement de la reprise. Mais cela ne doit pas intervenir trop tard, au risque de provoquer de sérieux dégâts que les finances publiques seront de moins en moins aptes à enrayer.

8. Japon : résumé des prévisions

	Niveaux 1997 mrd de yens 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	T1	T2	T3	T4
Consommation des ménages	285 307	0,3	-0,1	-0,1	-0,2	1,2	0,8	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	1,0	-1,1	1,9	1,4
Consommation publique	45 054	0,7	0,2	0,8	-0,6	0,8	-0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5	0,6	0,7	1,5
FBCF totale	150 081	-3,8	-3,4	-1,4	-1,1	5,1	-1,5	-2,6	0,6	2,3	0,4	-1,0	0,2	-2,1	-9,0	0,3	0,8
dont : - logement	21 388	0,1	2,1	-6,1	-7,0	1,2	16,1	-2,0	0,0	1,0	1,0	0,5	0,0	-15,9	-14,0	3,4	4,7
- productive privée	88 795	-5,2	-4,8	-2,7	-5,5	3,1	-4,0	0,5	0,0	0,5	0,4	0,4	0,4	7,2	-11,2	-6,4	0,3
- publique	39 649	-2,4	-3,0	3,7	10,6	10,3	-4,0	-8,0	2,0	6,0	0,0	-4,0	0,0	-11,3	-1,2	12,4	0,0
Exportations de biens et services	67 294	-2,8	-2,0	1,8	-3,2	0,0	0,9	1,0	-0,5	1,0	1,2	1,2	1,2	11,6	-2,2	-0,9	3,2
Importations de biens et services	57 673	-1,1	-5,8	-0,1	-0,8	2,8	0,7	1,7	1,5	1,2	1,0	0,9	0,9	0,6	-7,5	2,3	4,8
Variations de stocks, (en mrd yens 1990)	2 333	553	471	311	277	297	496	625	625	575	575	575	575	2 333	1 613	2 043	2 300
PIB	492 327	-1,2	-0,7	-0,3	-0,8	2,0	0,2	-0,5	0,1	0,8	0,4	0,0	0,3	1,4	-2,9	1,0	1,2
Prix à la consommation		0,1	-0,3	-0,2	0,9	-0,5	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	1,7	0,6	-0,3	0,2
Solde courant, en points de PIB		3,1		3,3		2,7		2,7		2,7		2,6		2,2	3,2	2,7	2,6

* A l'exception des lignes « variations de stocks » et « solde courant ».
Sources : EPA, prévisions OFCE

Zone euro : le courant ascensionnel

Le PIB de la zone euro a augmenté de 2,7 % en moyenne annuelle en 1998, après respectivement 1,3 et 2,3 % en 1996 et 1997. Cette bonne performance annuelle masque toutefois une décélération de l'activité en fin d'année, la croissance n'ayant été que de 0,2 % au dernier trimestre de 1998 par rapport au trimestre précédent. Ce ralentissement de la croissance s'est prolongé aux premier et deuxième trimestres de 1999 (respectivement + 0,4 % et + 0,5 % en croissance trimestrielle) Ces taux de croissance globaux masquent toutefois la persistance d'une divergence des rythmes d'activité (tableau 9).

Depuis l'été 1998, de moins bonnes performances à l'exportation, conséquences des crises asiatiques et russes, sont à l'origine d'une phase de ralentissement de la croissance en Europe, tandis que s'accroissent les divergences de conjoncture entre les pays européens. L'affaiblissement de la croissance des exportations a touché inégalement les pays européens, soulignant les écarts de performance et relançant les débats sur les chocs asymétriques. La reprise conjoncturelle suivant ce « trou d'air » est perceptible depuis le deuxième trimestre de 1999 dans les résultats des enquêtes auprès des industriels et concerne tous les pays européens, atténuant l'hétérogénéité des dynamismes d'activité. Les indicateurs de confiance, les carnets de commandes, les exportations et la production industrielle se sont en effet retournés et ont progressé de manière significative au cours des derniers mois.

Au premier semestre de 1999, la production industrielle a augmenté en glissement annuel à un taux supérieur à 5 % en Irlande et en Finlande, de l'ordre de 2 % en Espagne et au Portugal; elle est restée stable en France et aux Pays-Bas, et s'est légèrement contractée dans les

9. Dispersions dans la zone euro

	PIB ¹	Production industrielle (hors construction) ¹	Taux de chômage harmonisé ²	PRIX (IPCH, juillet 1999, GA)
Allemagne	0,6	- 0,4	9,1	0,6
Autriche	1,1*	5,2	4,3	0,3
Belgique	1,7*	- 1,9	9,0	0,7
Espagne	3,6	1,5	15,9	2,1
Finlande	3,4	5,2	9,8	1,4
France	2,1	0,0	11,0	0,4
Irlande	n.d.	7,2	6,7	1,9
Italie	0,8	- 2,5	11,9	1,7
Pays-Bas	3,2	0,7	3,2	1,8
Portugal	n.d.	2,4	4,5	1,9

1. Glissement annuel en T2 sauf * en T1.

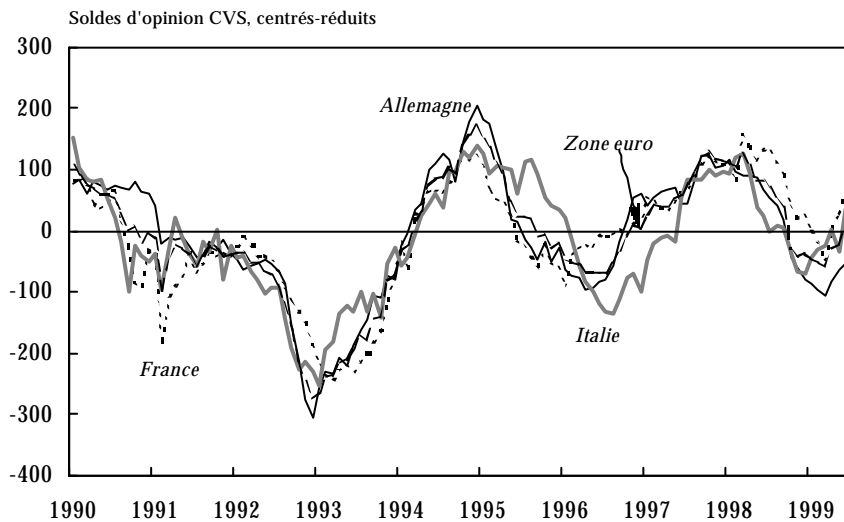
2. En juillet.

Sources : Instituts de statistiques nationaux, Eurostat.

autres pays. Le ralentissement de la production industrielle est ainsi très marqué pour la zone euro, passant d'un glissement annuel de l'ordre de 7 % au début de 1998 à - 0,5 % de février à mai 1999, pour finalement remonter à + 0,5 % en juin 1999 grâce à de meilleures performances allemande et française. L'amorce de redressement de la croissance dans l'industrie est commune à l'ensemble des pays européens. Cette inflexion de la production industrielle en Europe s'explique en grande partie par le raffermissement de la demande étrangère. Ainsi, en juillet 1999, les perspectives de production ont fortement augmenté, notamment en France, en Allemagne et en Italie, entraînées par des carnets de commandes étrangères mieux garnis (graphique 14).

Le point bas des carnets de commandes étrangères pour la zone euro a été atteint au premier trimestre de 1999. Le redémarrage des commandes étrangères s'étale sur trois trimestres, ayant été plus précoce en Belgique et en Finlande (dernier trimestre de 1998) que dans les autres pays. La demande adressée à l'Europe devrait continuer à se renforcer dans les prochains mois. Outre la reprise progressive des importations asiatiques et d'Europe de l'Est, l'accélération de la croissance au Royaume-Uni, qui constitue le plus important marché à l'exportation de la zone euro, devrait soutenir la croissance des exportations hors UEM. Les exportations seraient de nouveau un moteur de la croissance en Europe grâce à un net redémarrage à partir du second semestre de 1999.

14. Zone euro : perspectives de production dans l'industrie



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

Sources : Commission européenne, INSEE.

L'affermissement des commandes étrangères s'accompagne également d'une amélioration des perspectives de prix de vente dans l'industrie, ce qui contraste encore avec la fin de l'année 1998. La baisse des prix à la production, accompagnée du tassement de l'activité au second semestre de 1998, avait conduit les entreprises à réduire rapidement leurs stocks, jugés encore lourds au début de 1999. Selon les pays, la contribution des stocks à la croissance a été fortement négative au dernier trimestre de 1998 et au premier trimestre de 1999. D'après l'enquête européenne auprès des chefs d'entreprises de juillet 1999, le niveau des stocks est désormais jugé normal. La hausse des cours des matières premières industrielles devrait induire un redressement des prix de production et une inversion progressive du mouvement des stocks d'ici l'année prochaine. L'indicateur de confiance dans l'industrie a poursuivi en juillet sa tendance haussière amorcée au mois de mars dernier, l'Allemagne et l'Italie participant maintenant à la consolidation de ce redressement.

La demande intérieure reste bien orientée. Les niveaux des carnets de commandes globaux sont stables, proches de leur moyenne historique. Selon l'enquête européenne sur l'investissement dans l'industrie, la progression des dépenses d'équipement des entreprises serait moins dynamique en 1999 qu'en 1998 (3 % en volume en moyenne annuelle en 1999 après 7 % en 1998). Toutefois, les prévisions de croissance de l'investissement ont été revues à la hausse pour cette année par rapport à la précédente enquête, exception faite de la Belgique et de l'Italie où les industriels se sont montrés plus pessimistes.

La demande intérieure européenne a globalement conservé une croissance autonome pendant la phase de ralentissement industriel. En particulier, la consommation privée est restée dynamique, en liaison avec la poursuite de l'augmentation de l'emploi. D'une part, les secteurs des services et de la construction sont restés bien orientés et ont continué à créer des emplois. D'autre part, des mesures, comme les emplois-jeunes en Allemagne et en France, ont permis la poursuite des créations d'emplois en dépit du ralentissement dans le secteur industriel. Toutefois, la baisse du chômage en Europe a marqué le pas au printemps, le taux de chômage se stabilisant en juin à 10,3 % pour le quatrième mois consécutif.

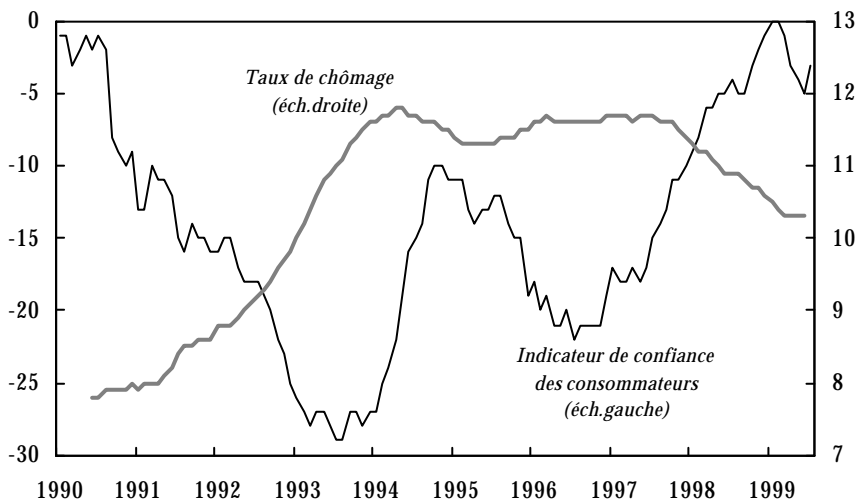
La consommation des ménages de la zone euro a augmenté de 1 % au premier semestre de 1999 par rapport au semestre précédent contre 1,4 % au second semestre de 1998, le ralentissement global s'expliquant principalement par une forte baisse en Allemagne. La dégradation de l'indicateur de confiance dans le commerce de détail au mois de juin dernier, particulièrement forte en Belgique, en Allemagne, en France et en Italie, illustre également l'affaiblissement passager de la consommation privée. Elle s'explique par une détérioration du climat de confiance dans les industries agroalimentaires et le commerce en aval, liée à la crise de

la dioxine. L'indicateur global s'est redressé en juillet 1999 pour se situer de nouveau au-dessus de sa moyenne de longue période, où il se maintenait depuis le début de 1998.

L'indicateur de confiance des consommateurs, bien qu'il se soit globalement effrité depuis février 1999 (graphique 15), s'est maintenu à un haut niveau, proche du maximum historique dans de nombreux pays (Espagne, Irlande, Finlande, mais aussi France) et toujours nettement supérieur à la moyenne de longue période dans les pays où son déclin a été plus important (Allemagne, Italie, Belgique). Au mois de juillet, l'opinion des consommateurs s'est de nouveau infléchi à la hausse. Ce redressement est commun à l'ensemble des pays européens et s'explique principalement par un plus grand optimisme envers la situation économique générale à venir. Par conséquent, la croissance des dépenses des ménages devrait revenir à des rythmes proches de ceux de 1998 dans les mois à venir.

Le glissement annuel des prix à la consommation s'était stabilisé à 0,8 % au dernier trimestre de 1998 et au premier trimestre de 1999. Il est légèrement supérieur en juillet 1999 (+ 1,1 %). La dispersion des rythmes d'inflation est sensiblement moindre entre les pays de la zone euro. Au mois de juillet dernier, le glissement annuel de l'indice des prix n'est légèrement supérieur à 2 % qu'en Espagne (et ce depuis mars). Par contre, il est passé sous la barre des 2 % en Irlande et au Portugal pour la première fois depuis le début de 1998.

15. Zone euro : confiance des ménages et taux de chômage



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

Source : Eurostat.

Les dernières hausses de l'indice des prix à la consommation s'expliquent par des prix de l'énergie plus élevés, tandis que les prix des produits alimentaires ont globalement poursuivi leur tendance baissière. Les répercussions de la hausse du prix du pétrole sur les prix des autres composantes de l'indice, l'inflexion des prix de production et une hausse modérée des prix des importations devraient engendrer en 2000 une inflation légèrement supérieure à celle de 1999, sans pour autant que celle-ci ne justifie un durcissement de la politique monétaire.

La baisse des taux d'intérêt en 1999 et la révision à la hausse de la croissance pour 2000 ont permis à plusieurs pays d'annoncer une amélioration plus rapide de leur solde public que dans leurs programmes de stabilité. Toutefois, la politique budgétaire est globalement neutre en Europe en 1999 et 2000. L'impulsion budgétaire globale est pratiquement nulle (tableau 10).

10. Impulsions budgétaires *

En points de PIB

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

II. Zone euro : résumé des prévisions

	Niveaux 1997 mrd d'euro 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	3 117,2	0,9	0,7	0,8	0,5	0,7	0,3	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	1,5	2,9	2,4	2,7
Dépenses publiques	1 066,7	1,0	-0,2	0,1	-0,1	1,2	0,1	0,3	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,1	1,4	1,1
FBCF totale	1 112,3	1,6	-1,0	2,1	0,3	2,4	0,6	1,4	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	2,2	3,9	5,0	4,4
Exportations de biens et services	1 737,8	1,2	1,3	-0,0	-1,2	0,4	1,8	2,5	2,0	1,7	1,6	1,5	1,5	9,7	6,1	2,9	7,4
Importations de biens et services	1 580,3	2,2	1,5	1,0	0,4	0,7	1,7	2,2	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	8,3	8,6	4,9	7,6
Variations de stocks, contribution	15,0	-0,1	0,3	-0,1	0,3	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	-0,1	0,3
PIB	5 474,8	0,7	0,5	0,5	0,2	0,4	0,5	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	2,3	2,7	2,1	3,1
Prix à la consommation														1,6	1,1	1,0	1,5

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

Sources : EPA, prévisions OFCE

En **Espagne**, la croissance de l'économie est soutenue grâce à une demande intérieure très dynamique. La vigueur de la consommation des ménages peut être illustrée par les ventes d'automobiles, qui ont augmenté de 20 % au premier semestre de 1999 par rapport à la même période de l'année précédente. En contrepartie, l'inflation est la plus haute de l'UEM au mois de juillet dernier. L'investissement des entreprises a largement contribué à la croissance de la demande intérieure, avec une hausse de 11 % en glissement annuel au premier semestre de 1999. Cette augmentation concerne tant les dépenses d'équipement que le bâtiment. Cette tendance devrait se poursuivre dans les prochains mois. Une reprise progressive des exportations vers l'UE et l'Amérique latine devrait permettre de réduire la contribution négative du solde extérieur.

Malgré la rapidité des créations d'emplois, l'Espagne conserve le plus fort taux de chômage de l'Union européenne. En 2000, le budget du ministère du Travail devrait augmenter de 21,5 %, avec la montée en puissance des politiques actives telles que la formation professionnelle, mais aussi avec le relèvement des retraites les plus basses et l'augmentation de la couverture des allocations chômage pour les plus de 45 ans. Le budget pour l'année 2000 annonce une réduction supplémentaire du déficit de 1,4 % du PIB en 1999 à 0,8 %, soit un déficit moindre qu'annoncé dans le programme de stabilité.

Au **Pays-Bas**, la croissance du PIB au premier semestre de 1999 a été plus vigoureuse que prévu, grâce à une consommation privée toujours dynamique et à une reprise rapide des exportations, après le fort ralentissement du premier trimestre de cette année. La décrue du chômage s'est poursuivie, avec un taux de 3,1 % en août 1999 (contre plus de 6 % en 1997), soit le plus faible taux de l'UEM après le Luxembourg. L'emploi devrait continuer à croître dans les prochains mois, quoique à un rythme plus faible. L'augmentation du nombre d'emplois et un effet de richesse dû à la hausse des prix de l'immobilier ont été les principaux facteurs de soutien de la consommation des ménages au cours du premier semestre. Seule ombre et conséquence d'une croissance plus vigoureuse, la hausse des prix à la consommation serait en moyenne en 1999 légèrement supérieure à 2 %, soit 1 point au dessus du taux d'inflation global de la zone euro.

Le gouvernement a présenté son projet de budget pour l'an 2000, basé sur une révision à la hausse des prévisions de croissance. Le solde des finances publiques devrait ainsi être proche de l'équilibre l'année prochaine. De nouveaux allègements fiscaux et l'augmentation des allocations familiales permettraient de maintenir le moral des consommateurs à de hauts niveaux. Les effets de richesse seraient toutefois moins importants l'année prochaine. De surcroît, la consommation de biens durables, vigoureuse en 1998 et 1999, devrait ralentir par effet de saturation. Autre composante de la demande intérieure, les dépenses

d'équipement des entreprises, après un premier trimestre de 1999 exceptionnellement dynamique, devraient également s'affaiblir en liaison avec la baisse du taux d'utilisation des capacités de production. On observerait ainsi un modeste et progressif affaiblissement de la croissance économique des Pays-Bas d'ici fin 2000.

La **Belgique**, qui traditionnellement, bénéficie des mouvements de reprise avant ses partenaires européens, du fait de sa plus grande spécialisation dans les biens intermédiaires, envoie depuis le dernier trimestre de 1998 un signal positif au reste de l'Europe. En effet, l'indicateur synthétique de conjoncture de la Banque nationale de Belgique se redresse régulièrement depuis le mois de novembre 1998 et se situe même depuis juin 1999 au-dessus de sa moyenne de longue période. Le taux d'utilisation des capacités de production se redresse également depuis le premier trimestre de 1999. La reprise des exportations a été plus rapide que prévu. Elle devrait encore accélérer d'ici la fin de l'année.

Le profil de la demande intérieure est très heurté en raison de la crise de la dioxine du mois de juin. Les industries agroalimentaires ont été particulièrement touchées. Le moral des consommateurs et les dépenses des ménages ont également chuté au mois de juin. L'impact négatif global de la crise serait de 0,3 point de croissance pour 1999.

L'emploi continue de progresser à un rythme soutenu, notamment dans l'industrie. Cette hausse est également le fruit du plan d'action pour l'emploi de 1998. Le plan d'action 1999 devrait soutenir la poursuite des créations d'emplois. D'après les indicateurs conjoncturels, la consommation privée a continué à croître à un rythme élevé au premier semestre et devrait poursuivre cette tendance. Toutefois, le ralentissement par rapport à 1998 est inévitable, la forte croissance des dépenses des ménages s'expliquant l'année dernière par un effet de rattrapage.

12. Espagne, Pays-Bas, Belgique : résumé des prévisions

	Niveaux 1997 mrd euro 1990		Espagne*			Niveaux 1997 mrd euro 1990			Pays-Bas*			Niveaux 1997 mrd euro 1990			Belgique*			
	1997	1990	1997	1998	1999	2000	1997	1998	1999	2000	1997	1998	1999	2000	1997	1998	1999	2000
Consommation des ménages	280,5		2,9	4,1	4,4	3,7	192,7	3,0	4,5	3,9	2,5	117,8	2,3	3,4	2,7	1,8		
Dépenses publiques	84,0		2,7	2,0	1,0	1,2	44,9	1,5	2,5	2,3	1,2	46,0	-0,5	2,4	1,9	1,2		
FBCF totale	106,2		5,0	9,2	9,5	7,0	65,4	6,8	4,0	7,8	3,4	46,0	6,3	3,6	2,4	2,0		
Exportations de biens et services	128,3		15,1	7,1	6,7	6,8	181,7	6,7	6,1	4,7	6,1	160,3	7,1	3,4	1,6	6,2		
Importations de biens et services	124,2		12,8	11,1	11,4	9,4	159,4	7,0	7,4	6,2	6,7	149,3	6,0	5,3	1,5	6,3		
Variations de stocks, contribution	1,0		-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,5	0,0	0,2	-0,6	0,3	-1,2	-0,2	0,9	-0,7	0,5		
PIB	474,9		3,8	4,0	3,5	3,4	325,8	3,6	3,8	3,2	2,8	219,7	3,2	2,9	1,7	2,4		

* Variations par rapport à la période précédente, en % (à l'exception de la ligne « variations de stocks »).

Sources : Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Central Bureau voor de Statistiek, BNE, Belgstat, OFCE, prévisions OFCE.

Allemagne : l'an de grâce

La croissance allemande a été très faible sur l'ensemble du premier semestre (0,3 %⁷, contre 0,9 % dans l'ensemble de la zone euro, par rapport au second semestre 1998, 0,5 % en glissement sur les deux premiers trimestres, contre 0,9 % dans la zone euro). La contribution de l'industrie manufacturière à la croissance a été à peine moins négative que celle du second semestre 1998. La valeur ajoutée des administrations a légèrement reculé, celle du bâtiment a cessé de baisser. Ces évolutions s'expliquent, côté demande, par un ralentissement de la consommation des ménages et l'ajustement des stocks⁸. La reprise des exportations ne s'est reflétée que tardivement dans les chiffres de production. En revanche, les dépenses d'investissement en équipement ont été très dynamiques au premier semestre et l'investissement en bâtiment s'est à peu près stabilisé. La chronologie du retournement des indicateurs conjoncturels depuis la fin de 1998 est proche en Allemagne de celle des autres pays européens, en particulier de la France, et la nette amélioration, entre mai et août, de l'indice de climat général dans l'économie (industrie manufacturière, bâtiment, commerce de gros et de détail) reflète la diffusion du redressement conjoncturel au début de l'été 1999.

L'amélioration des débouchés extérieurs engagée depuis le mois de décembre est assez spectaculaire. Tant en nouvelles entrées de commandes qu'en exportations manufacturières, le niveau de la mi-1998 a été dépassé à la mi-1999, et les commandes sont sur une tendance haussière, vigoureuse et continue. La stabilisation de la situation en Europe de l'Est et la reprise des exportations vers les NPI asiatiques ont certes profité aux exportateurs allemands, mais avec une ampleur encore modérée. Au deuxième trimestre, c'est la conjonction du dynamisme des importations américaines et de la reprise du commerce intra-européen qui a tiré les exportations. En juillet, le dynamisme des zones hors UE s'est confirmé. A elles seules, les exportations vers les États-Unis expliquent 60 % de la hausse des exportations vers les pays industrialisés du premier semestre 1999. A la fin du premier semestre, l'Allemagne aurait retrouvé le niveau de ses parts de marché du deuxième trimestre 1998, ce qui montre qu'elle a profité du recul de l'euro du premier semestre. Une certaine prudence s'impose cependant, car de gros contrats ont gonflé les carnets de commande dans le courant du premier semestre. Les perspectives d'exportations restent néanmoins bonnes pour les prochains trimestres. Les industriels allemands devraient profiter de la reprise du commerce mondial et surtout de celle de l'investissement, en raison de leur spécialisation en biens d'équipement.

7. Une fois de plus, le profil trimestriel a été perturbé par des facteurs spéciaux. Le climat clément du premier trimestre, la position de Pâques (début avril) et l'anticipation de l'introduction de l'écotaxe ont gonflé la croissance au premier trimestre (0,5 % pour le PIB); une compensation s'est opérée au second trimestre (0 %).

8. L'excès de stocks au quatrième trimestre aurait été fortement corrigé en début d'année, mais les chiffres de la fin d'année sont susceptibles d'être révisés ultérieurement.

Les perspectives de production manufacturière se sont redressées à partir de mars avec l'amélioration des débouchés extérieurs, avant de se diffuser aux indicateurs de demande intérieure. Les entrées de commandes intérieures, en particulier en biens intermédiaires et en biens d'équipement, se sont réorientées à la hausse à partir du mois d'avril. Par contre, la production industrielle est restée déconnectée de la remontée des commandes jusqu'en juillet : l'IPI hors bâtiment n'a progressé que de 0,1 % au premier trimestre et a reculé de 0,8 % au deuxième trimestre. Pour partie cet effet résulte du comportement des industriels, qui lissent la production (tant à la baisse, fin 1998, qu'à la hausse, début 1999) par rapport aux entrées de commandes. L'arrêt de la dégradation de l'enquête sur les stocks de produits finis dans le secteur manufacturier à partir d'avril-mai laisse penser que les ajustements ont été réalisés. Pour une autre part, cet effet est cependant purement statistique. Les données mensuelles de production industrielle n'ont pas encore été calées au second trimestre sur celles de l'enquête trimestrielle. Au premier trimestre, cette opération avait relevé de 0,75 % l'IPI dans l'industrie manufacturière et il n'est pas exclu d'assister à une correction à la hausse de la production du deuxième trimestre.

La reprise de la production industrielle contribuera à stabiliser la situation sur le marché du travail. Peu de données sur l'emploi et la situation des ménages sont disponibles depuis le début de l'année⁹, mais la hausse du chômage et le recul de l'emploi manufacturier incitent à penser que l'emploi total aurait baissé dans le courant du premier semestre, expliquant le ralentissement de la consommation au premier semestre. Les dépenses de consommation des ménages ont progressé de 0,7 %, après 1 % au second semestre 1998, et la remontée du taux d'épargne se retrouve dans les enquêtes auprès des ménages. Les dépenses de consommation devraient s'accélérer au cours des prochains trimestres. La situation du marché du travail a cessé de se dégrader durant l'été et l'indice de confiance des consommateurs en juin-juillet. L'emploi renouerait avec des évolutions positives au second semestre. Le pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages est soutenu par les hausses importantes de salaires négociées en début d'année (3,1 % pour le salaire horaire conventionnel par rapport à 1998) et une inflation modérée. L'introduction de l'écotaxe, la hausse des prix énergétiques et des prix d'importation ont majoré l'indice des prix à la consommation, mais l'inflation sous-jacente reste très faible, en partie du fait de la libéralisation du marché des télécommunications. En moyenne, la hausse des prix resterait inférieure à 1 % en 1999. En 1999, l'impact total des réformes fiscales devrait être neutre pour les ménages. En 2000, la consommation bénéficierait surtout de la reprise de l'emploi. La croissance des salaires devrait être inférieure à celle de 1999 et la politique

9. La publication des séries d'emploi est momentanément interrompue et, à la fin septembre 1999, les comptes nationaux n'ont pas encore publié tous les comptes de secteurs dans le SEC 1995.

budgétaire aurait un impact net légèrement négatif, en particulier pour les ménages (voir encadré 2).

La vigueur des débouchés extérieurs et la consolidation de la demande intérieure s'accompagneraient d'une croissance modérée de l'investissement en équipement au second semestre 1999. Le rythme de hausse des investissements a été particulièrement vigoureux au premier semestre. A la différence des entrées de commandes intérieures en biens d'équipement, il ne s'est pas ressenti du ralentissement du second semestre 1998, ce qui s'explique par les composantes actuelles de l'investissement. Au premier trimestre, la hausse des investissements en matériel de transport a été beaucoup plus dynamique que celle des investissements en machines-outils et autres équipements. Les commandes intérieures se concentrent sur les télécommunications et les véhicules et restent atones en mécanique et informatique. A la mi-1999, la reprise des perspectives de débouchés améliore le climat à l'investissement. Le taux d'utilisation a progressé de 0,4 point entre mars et juin. Une fois passé le ralentissement du second semestre, les dépenses d'investissement seraient tirées par la reprise de la demande intérieure en 2000. Enfin, les entreprises devraient procéder à des achats anticipés en 2000 afin de bénéficier des anciens taux d'amortissement, réduits à partir de 2001 pour financer la réduction des taux de l'impôt sur les bénéfices, prévue pour la même année.

L'activité de la construction a stagné au premier semestre. Cependant, selon la Bundesbank, elle serait révisée à la hausse de 2,5 % au deuxième trimestre, en ligne avec les entrées de commandes. Les indicateurs incitent à rester encore prudent. Certes, le redressement des commandes dans le secteur industriel et commercial, engagé en 1998, se poursuit en 1999, en particulier grâce à de gros projets de la Poste et des Chemins de fer. Les investissements publics devraient également tirer le secteur au cours des prochains mois. En dépit d'une légère remontée depuis le début de l'année, les permis de construire sont encore à un bas niveau dans le secteur résidentiel (57 % des investissements en bâtiment). Les évolutions sont encore défavorables dans le secteur locatif des anciens *Länder*. La levée des incertitudes relatives à la réforme fiscale (neutre pour le locatif), et le bas niveau des taux hypothécaires exerceraient une influence positive, mais les experts ne s'attendent pas encore à un retournement notable en 1999. Enfin, l'excédent de capacités (tant industriel que résidentiel) différerait encore la stabilisation du bâtiment dans les nouveaux *Länder*. En moyenne annuelle, l'investissement en bâtiment baisserait encore légèrement en 1999 et ne contribuerait que très modérément à la croissance en 2000, après avoir tiré, quatre ans durant, la croissance allemande vers le bas (en moyenne de 0,2 point par an de 1995 à 1998).

Dans l'ensemble, la croissance allemande serait assez vigoureuse dans le courant du second semestre 1999, soutenue par la croissance des

débouchés extérieurs, une reprise de la consommation et un mouvement de restockage. Compte tenu de l'acquis, la performance annuelle serait cependant assez médiocre (1,3 %). En 2000, la demande intérieure soutiendrait plus nettement l'activité, prenant le relais du commerce extérieur et la croissance atteindrait 2,8 % en moyenne annuelle.

2. Réforme fiscale et économies budgétaires en Allemagne : quel impact conjoncturel en 2000?

Le 24 juin 1999, le ministre allemand des Finances, H. Eichel, a présenté un « Programme d'avenir en faveur de l'emploi, de la croissance et de la stabilité sociale ». Ce programme prévoit des économies de 30 milliards de DM pour 2000 et fixe des objectifs de déficit public pour les années 2000 à 2003, dans le cadre de la planification budgétaire à moyen terme. Le déficit des administrations visé pour 2000 est de 1,5 point de PIB, soit un demi-point en dessous de celui fixé par le ministre O. Lafontaine lors de la présentation du programme de stabilité en janvier 1999. Pour 2000 et 2001, il est en ligne avec les objectifs de déficit affichés par l'ancien gouvernement peu avant les élections législatives de l'automne 1998 (tableau 1).

1. Évolution du déficit des administrations publiques selon la planification à moyen terme

En %	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Min. H. Eichel ¹	- 2	- 2,0	- 1,5	- 1	- 1,0	- 0,5
Min. O. Lafontaine ¹	- 2,8	- 2,0	- 2,0	- 1,5	- 1,0	
Min. T. Waigel ¹	- 2,5	- 2,0	- 1,5	- 1,0	- 0,5	
Déficit observé ²	- 1,7	- 1,3 à - 1,7				

1. Pour 1998, déficit initialement prévu et non déficit effectif. Les trois programmes se réfèrent à l'ancienne base de Comptabilité nationale.

2. Nouvelle base SECN 95.

Pour juger de l'impact conjoncturel du budget, il est nécessaire de tenir compte des dépenses ou des moindres recettes auxquelles les administrations publiques doivent faire face. L'Allemagne s'est engagée dans un programme de réforme de l'imposition des revenus étalé sur quatre ans, qui prévoit d'aboutir à une exonération nette de 20 milliards en 2002 pour les ménages, de 9 milliards en 2001 pour les entreprises. Elle s'est également lancée dans un programme de réduction des cotisations employeurs financé par écotaxe. Une part seulement des réformes a été votée au printemps, le reste est inclus dans le Programme d'avenir et doit être voté à l'automne. En outre, une décision de la Cour constitutionnelle fédérale impose au gouvernement d'améliorer en deux étapes, 2000 et 2002, le traitement fiscal des familles avec enfants. Les moindres recettes ou les dépenses supplémentaires à financer s'élèvent à 7,1 milliards de DM pour 2000 (tableau 2), elles monteront en régime les années suivantes.

2. Décomposition des mesures de politique budgétaire en 2000*

Réforme fiscale 1999/2002	- 2,1
Augmentation des allocations familiales	- 5,8
Modification du barème	- 18,9
Élargissement de la base	+ 22,6
Écotaxe	- 1,9
Augmentation des taux au 1,1,2000	+ 5,1
Réduction du taux de cotisation retraite de 19,1 à 18,9%	- 7,0
Réforme de l'imposition des entreprises	+ 0,9
Autres modifications	- 0,2
Loi de soutien aux familles	- 3,8
Total des mesures fiscales	- 7,1
	(a)

Économies de dépenses du Bund	Effectives	Transférés à d'autres APU	Économies fantômes
Sur un total annoncé de 30 mds	16,9 (a)	8,7 (c)	4,4 (d)
Impact net	9,8 (b) + (a)	18,5 (b) + (c) + (a)	22,9 (b) + (c) + (d) + (a)
En point de PIB	0,2	0,5	0,6

* Un signe positif correspond à une impulsion budgétaire négative (augmentation des recettes ou diminution des dépenses).

Sources : Ministère des Finances, DIW, IfW.

Les 30 milliards d'économies (0,8 point de PIB) se réduisent, après déduction des mesures à financer, à 22,9 milliards (0,6 point de PIB), soit un ordre de grandeur compatible avec la volonté du gouvernement de réduire l'objectif de déficit de l'ordre 0,5 point de PIB pour 2000. Compte tenu des hypothèses de croissance retenues par le gouvernement, cela correspond à une impulsion budgétaire négative de l'ordre d'un demi-point de PIB en 2000. L'effet serait cependant plus limité car certaines mesures peuvent ne pas être appliquées. Sur les 30 milliards d'économies prévues pour le budget du Bund, 8,7 (selon un chiffrage du DIW) correspondent à un transfert de charges vers d'autres niveaux d'administration (municipalités et Sécurité sociale), 4,5 milliards sont des mesures fantôme, soit parce qu'elles ne sont pas votées (limitation de la hausse du traitement des fonctionnaires), soit parce qu'elles étaient déjà intégrées, soit parce qu'elles sont obsolètes. Les différents instituts allemands convergent pour limiter à 15-17 milliards le montant effectif des économies, sur lesquels une affectation précise ferait en outre encore défaut pour un montant de 5 milliards (ministère de la Défense et des Affaires sociales). Plusieurs cas de figure doivent alors être distingués, selon que les économies « indirectes » se réalisent ou non (tableau 2). Pour le gouvernement, la limitation de la hausse du traitement des fonctionnaires à l'inflation de l'année passée (0,7 % en 2000 et 1,6 % en 2001, soit 2 milliards d'économies en 2000) doit permettre de financer les économies transférées aux communes.

Dans l'hypothèse la plus basse (colonne de gauche du tableau 2), l'impact conjoncturel serait très faible, de l'ordre de 0,2 point de PIB. Mais les municipalités ont des marges de manœuvre budgétaires très cadrées et se sont engagées, aux côtés des *Länder* et du Bund, dans un objectif

de respect durable des critères du Pacte de stabilité dans le cadre de la planification financière à moyen terme, ce qui inciterait à retenir l'hypothèse haute (colonne de droite).

La situation de base pèse cependant en faveur d'une hypothèse intermédiaire : à la mi septembre 1999, les comptes nationaux ont publié des chiffres de déficit 1998 calés sur la nouvelle base en réduction par rapport à l'ancienne base (- 1,7 contre - 2 % du PIB). L'amélioration du solde public devrait se poursuivre en 1999 en dépit d'une croissance faible. L'excédent des caisses de retraites se serait accru dans la foulée des augmentations salariales de l'année, les communes dégageraient pour la deuxième année consécutive depuis la réunification un excédent budgétaire (au sens des statistiques financières). Les recettes fiscales (+ 5,5-5,7 % sur l'ensemble de l'année) profiteraient de la conjonction de plusieurs facteurs : une première année pleine de hausse de la TVA, la réduction des possibilités d'amortissement dégressif dans les nouveaux Länder et une normalisation des recettes de l'impôt sur le bénéfice des sociétés. Les dépenses de l'ensemble des administrations publiques auraient progressé de 3 % en 1999. Cette progression, plus rapide que celle des années précédentes, s'explique par les réformes engagées par le gouvernement : relèvement des allocations familiales, du taux de remboursement des médicaments en début d'année. Elles ont également été gonflées par les augmentations salariales dans la fonction publique (+ 3,1 % en 1999) et l'engagement militaire au Kosovo.

L'objectif de 1,5 % nécessite donc, compte tenu des bonnes perspectives de croissance pour 2000, un moindre effort de consolidation, ce qui pourrait faciliter une discussion budgétaire actuellement difficile. Les hypothèses de plusieurs instituts tablent sur un impact discrétionnaire limité, de l'ordre de 0,2 à 0,3 point de PIB. Cette hypothèse a également été retenue pour la présente prévision.

1.3. Allemagne : résumé des prévisions

	Niveaux 1997 mirds DM de 1995	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		1998				1999				2000							
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Consommation des ménages	2 084,1	1,4	-0,1	0,9	0,4	0,7	-0,5	0,6	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	2,1	1,6	2,7
Consommation publique	704,8	2,3	-1,1	0,0	-1,4	2,6	-0,6	-0,1	-0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	-1,1	0,4	0,7	0,1
FBCF totale	787,3	1,5	-3,1	2,6	-1,1	3,2	-0,6	1,7	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	0,5	0,9	3,4	3,6
dont : - équipement	266,6	4,1	0,8	2,9	0,1	4,8	0,6	0,9	1,0	1,6	1,6	1,8	1,8	3,3	8,5	7,9	5,6
- bâtiment	485,4	-0,2	-5,8	2,1	-2,3	1,9	-1,9	1,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,3	-4,3	-0,8	1,0
- autres	35,3	5,4	1,0	6,1	2,9	5,6	4,4	4,4	5,0	3,0	3,0	3,0	3,0	5,7	15,0	19,1	15,3
Exportations de biens et services	1 008,0	2,1	1,6	0,0	-3,0	0,9	2,1	3,5	2,0	1,8	2,0	2,0	2,0	11,0	6,4	2,9	8,8
Importations de biens et services	918,5	1,9	3,0	1,6	0,6	0,0	1,0	2,4	2,4	2,1	1,8	1,9	2,1	7,9	8,9	4,6	8,4
Variations de stocks, (en mirds DM 1995)	-106	-4,7	7,0	5,2	15,3	2,3	4,1	6,0	8,0	8,0	7,5	7,0	7,0	-10,6	22,8	20,4	29,5
PIB	3 606,1	1,1	0,0	0,4	-0,3	0,4	0,0	1,3	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6	1,5	1,9	1,3	2,8
Prix à la consommation		-0,2	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	1,9	0,9	0,6	1,1
Solde courant, en points de PIB		-0,3			-0,2	-0,1		0,2		0,2		0,4		-0,1	-0,2	0	0,3

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

Sources : Deutsche Bundesbank, prévisions OFCE.

Italie : bases fragiles pour la croissance

Avec un taux de croissance de 1,3 % en 1998, nettement inférieur au taux de croissance moyen de la zone euro, l'Italie a démarré l'année 1999 avec un acquis de croissance du PIB de 0,6 % seulement. Le solde extérieur, amplement responsable de cette mauvaise performance en 1998 (avec une contribution négative de 1,1 point de PIB), continue à être le principal frein à la croissance au premier semestre 1999 (- 1,2 point de PIB). La demande intérieure s'appuie davantage en 1999 sur la consommation publique sans modification significative de la dynamique de l'investissement. L'Italie ne bénéficie plus de la même position compétitive que par le passé et souffre encore des effets des politiques budgétaires restrictives antérieures sur la confiance des ménages et sur la demande interne. L'absence de signaux forts de reprise rend incertaines les perspectives immédiates. Toutefois, le renforcement progressif de la croissance de l'économie mondiale, et en particulier de la zone euro, fait que le point bas conjoncturel a sans doute été dépassé. Les premiers signaux de croissance sont attendus de l'investissement des entreprises.

Le cadre macroéconomique s'avérant moins favorable à la croissance que ceux de la Loi de finances de 1999 et du Pacte de stabilité de 1998 (la croissance prévue pour le PIB de 1999 n'est plus que de 1,3 % au lieu de 2,5 %), le Document de programmation économique et financière, présenté en juin 1999, envisageait un déficit public de 2,4 % du PIB, soit une hausse de 0,4 point par rapport à l'objectif précédent, en raison des moindres rentrées fiscales en 1998 résultant d'une croissance plus faible que prévu.

L'excédent primaire de 4,6 % du PIB, en baisse par rapport aux 5,2 % de 1998, résulte aussi de l'augmentation de la consommation publique. Le dérapage des dépenses, en particulier de celles des collectivités locales, déjà perceptible au premier semestre de 1999, a été, depuis lors, compensé en partie par des rentrées fiscales plus fortes que prévues (+ 7,7 % en glissement en août). Les charges d'intérêt, révisées en baisse par rapport aux prévisions du gouvernement, constituent la principale réduction du déficit structurel. Ainsi, malgré le plan de correction budgétaire estimé par le gouvernement à - 0,4 point, la restriction budgétaire serait ramenée à 0,1 point de PIB. Déjà une récente annonce de modification des mesures du DPEF de 15 000 milliards de liras envisage la réduction de la composante « coupes des dépenses » de 11 500 à 11 000 milliards de liras et l'augmentation de la part des mesures pour le « développement » (à financer par des rentrées exceptionnelles) de 3 500 à 4 000 milliards. Toutefois la difficulté de réduire les dépenses, sans toucher aux dépenses sociales, laisse prévoir la persistance d'une restriction budgétaire évaluée à 0,2 point de PIB (tableau 14). L'objectif d'un déficit à 1,5 % du PIB en 2000 pourrait cependant être atteint. Par ailleurs, la réforme du système des retraites a été retardée.

14. Politique budgétaire

En pourcentage du PIB

	1998	1999	2000
Solde public	- 2,7	- 2,2	- 1,5
Charges d'intérêt	8,0	6,9	6,4
Impact de la conjoncture	- 2,0	- 2,7	- 2,6
Solde primaire structurel	7,3	7,4	7,5
Impulsion budgétaire	0,4	- 0,1	- 0,2

Sources : OCDE, sources nationales, calculs OFCE.

La hausse mensuelle de l'indice de production industrielle en juillet (+0,5%), après trois trimestres de recul, est tirée par les biens intermédiaires (+0,9%) et de consommation (+0,7%), alors que les biens d'investissement progressent plus lentement (+0,4%) et restent nettement en retrait sur un an (- 4,5 %). Ce léger redressement s'accompagne d'une amélioration des perspectives de production et, plus généralement, du climat des affaires des industriels. L'évolution positive de la production industrielle en juillet répond enfin au redressement des commandes que l'on constatait depuis mai. Le deuxième trimestre confirme la croissance des commandes (1,4 % sur le trimestre précédent) déjà enregistrée depuis janvier, avec une progression plus importante de la composante intérieure (1,8 % contre 0,6 % en taux de croissance trimestriel de la composante étrangère et - 4,7 % sur un an). En juillet, le redressement du solde d'opinion sur les commandes et les perspectives sur les commandes futures ont confirmé la prolongation de la reprise. Les opinions des industriels soulignent le retard des commandes internes de biens d'investissement et le rôle moteur de celles de biens de consommation et intermédiaires, ces dernières étant influencées positivement par les incitations fiscales aux rénovations dans le bâtiment. Le déséquilibre entre commandes intérieures et étrangères laisse prévoir une croissance de l'activité tirée par la demande intérieure dans les secteurs des services et du bâtiment en 1999, alors que l'industrie et sa composante d'exportation pourraient tirer la reprise en 2000. Les opinions sur les stocks de produits finis reculent dans les industries de biens d'investissement et intermédiaires.

La formation brute de capital fixe des entreprises a crû de 1,8 % au premier semestre 1999. Les dépenses d'équipement augmentent moins que celles du bâtiment au deuxième trimestre 1999. Le taux d'utilisation des capacités de production a rapidement augmenté du fait du redressement de la demande au premier trimestre (à 81,1 %, il atteint le niveau de la fin des années 1980) ; la reprise de la demande pourrait provoquer une saturation des capacités. Le taux d'utilisation dans l'ensemble de l'industrie étant resté relativement élevé durant la phase basse du cycle, grâce à des politiques de rationalisation imposées par la

situation compétitive, la modeste performance de la demande ne freinera pas l'investissement. Outre l'amélioration des perspectives de développement, la baisse des taux d'intérêt réels ainsi que des mesures fiscales en faveur de l'investissement devraient induire un rebond des dépenses d'équipement : la réduction de 37 à 19 % du taux de l'impôt sur les bénéfices réinvestis sera élargie en 2000 aux entreprises individuelles; la prolongation des incitations à la rénovation des logements en 2000 devrait être accompagnée d'un abaissement de 20 à 10 % du taux de TVA sur le bâtiment. L'investissement public, tiré par la relance des travaux d'infrastructure ainsi que par la préparation de l'Année Sainte en 2000, devrait progresser en 1999 au même rythme qu'en 1998 (10,9 %), mais diminuer en 2000, compte tenu de la baisse des crédits figurant dans la Loi des finances pour 2000.

L'accélération de la consommation collective est accentuée par le dérapage des dépenses des collectivités locales et par l'effet-report des hausses des traitements publics de 1998. Elle ralentirait en cours d'année et ne progresserait plus que de 1,3 % en 2000, en vertu d'un contrôle renforcé des dépenses des institutions décentralisées (prévu par le Pacte de stabilité interne), et de moindres hausses des rémunérations de la fonction publique. La consommation privée (0,6 % au premier semestre de 1999 par rapport au semestre précédent) semble souffrir de l'incertitude quant à la reprise économique et à l'inflation. Après la hausse de juin et juillet, l'indice de confiance des consommateurs a rechuté en août et septembre, tout en demeurant relativement élevé depuis 1998. Leurs opinions sont moins favorables sur les perspectives générales de l'économie, mais stables sur leur situation financière, leurs projets d'achats de voitures, d'achats et d'amélioration de l'habitat. Le nombre d'immatriculations est stable, la baisse des taux d'intérêt ayant relayé la prime à la casse.

Les anticipations favorables des ménages sur l'évolution du marché du travail s'expliquent par la hausse de l'emploi (1,2 % en juillet 1999, cumulée depuis janvier), en particulier dans l'industrie, (0,6 % au troisième trimestre 1999 par rapport au trimestre précédent). L'augmentation de la masse salariale, bien que faible, permettrait une hausse du revenu disponible réel de 0,7 % en moyenne annuelle en 1999. En 2000, cette hausse serait de 1,2 %, avec une réduction de la pression fiscale de 0,4 points de PIB, due à l'allègement de l'imposition directe (effet, entre autres, de la réduction de 27 à 26 % du taux de l'impôt sur le revenu pour la tranche inférieure). L'évolution de l'inflation, révisée à la hausse et anticipée à 1,8 % en 1999 et 1,7 % en 2000, est le résultat des effets contradictoires d'une décélération du coût du travail et d'une hausse de l'inflation importée.

Le renouvellement des contrats collectifs ne devrait pas accélérer la croissance des salaires. Celle-ci a atteint 1,9 % en août en glissement annuel, tirée par l'industrie (2,6 % contre seulement 0,7 % pour les

administrations publiques), elle serait contenue à 2,1 % en 1999 et à 2,3 % en 2000. En comparaison avec ses principaux partenaires, le coût unitaire relatif de la main-d'œuvre s'est réduit depuis janvier 1999. La position compétitive italienne s'était dégradée en 1998, malgré une baisse de 3 % du coût unitaire de la main-d'œuvre en termes absolus (tableau 15).

15. Coûts relatifs unitaires dans l'industrie

1987 = 100

	1992	1995	1997	1998
États-Unis	88,9	83,2	88,4	97,5
Japon	94,8	127,7	101,0	111,9
Italie	104,9	72,7	86,2	86,5
Espagne	131,8	110,4	114,1	118,4
Royaume-Uni	99,7	87,5	110,0	124,1
France	93,7	92,9	83,8	85,6
Allemagne	103,7	118,2	105,6	105,1

Source : OCDE.

Au deuxième trimestre 1999 les exportations de biens et services ont repris (+1,4 % en volume par rapport au trimestre précédent), alors que décélérent les importations (1,4 % au deuxième trimestre 1999 contre 2,3 % au premier trimestre). La désagrégation par zones des échanges de marchandises, en valeur montre que la contribution négative du solde à la croissance du PIB au premier semestre 1999 (- 1,6 point) est principalement attribuable à la dégradation des échanges avec les pays hors-UE (- 1,2 point).

Au premier trimestre 1999 encore trois quarts de la chute des exportations de marchandises correspondaient à un ralentissement des flux vers la zone hors UE (tableau 16). Au deuxième trimestre 1999, par contre, la reprise des exportations est tirée autant par l'Union Européenne que par la zone hors UE. La forte progression des volumes vers les deux zones s'accompagne d'une faible réduction des valeurs unitaires (tableau 17). Au deuxième trimestre de 1999, avec une relative stabilité des valeurs unitaires, les importations de marchandises en provenance des pays de l'UE augmentent leur pénétration, alors que, face à la rapide croissance des valeurs unitaires, les importations en volume originaires de la zone hors-UE se stabilisent. La détérioration des termes de l'échange au deuxième trimestre de 1999 (- 0,6 % pour les prix à l'export et 1,6 % pour les prix d'import par rapport au trimestre précédent), dégrade le solde dans l'immédiat, mais s'inscrit dans une logique d'amélioration de la compétitivité italienne. En outre, la position compétitive de l'Italie s'améliore depuis le dernier trimestre de 1998, grâce à une baisse des prix relatifs à l'export dans le secteur manufacturier.

16. Contribution à la croissance des exportations par zone

	1997		1998				1999	
	Poids	T3	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Ensemble	100	-5,2	9,2	-5,5	8,6	-8,3	0,6	13,4
<i>dont</i>								
Union européenne	56,4	-4,4	4,8	0,0	4,5	-4,9	1,1	6,7
Zone hors UE	43,6	-0,9	4,3	-5,4	4,1	-3,4	-0,5	6,7
<i>Autres pays européens</i>	12,3	-0,3	1,8	-1,4	0,9	-1,1	0,1	1,5
<i>États-Unis</i>	8,6	0,3	0,6	-0,3	1,0	-0,2	-0,2	2,0
<i>Japon</i>	1,7	0,2	-0,4	0,1	-0,3	0,4	-0,5	0,0
<i>NPI+Chine</i>	3,5	-0,1	0,2	-1,6	0,2	-0,2	0,0	0,8
<i>Mercosur</i>	2,2	0,3	0,0	-0,4	0,2	0,2	-0,4	0,4
<i>OPEP</i>	3,4	-0,3	0,4	-0,4	0,0	-0,2	0,2	0,6
<i>Reste du monde</i>	12,0	-0,9	1,6	-1,5	2,2	-2,1	0,4	1,4

Source: Inat, calculs OFCE.

La baisse des coûts unitaires du travail relatifs étant encore plus importante, la poursuite de la réduction des prix à l'export ne devrait pas trop pénaliser les marges. Les pertes de parts de marché devraient se poursuivre en 1999 (- 1,1 % de croissance des exportations contre 4,1 % de croissance de la demande adressée en moyenne annuelle) pour ralentir finalement en 2000 (6 % de croissance des exportations, contre 9,3 % de croissance de la demande adressée en moyenne annuelle). Les importations, actuellement tirées par les biens d'investissement (+17 % en valeur au deuxième trimestre 1999 par rapport au trimestre précédent, contre 5,8 % pour les biens de consommation) bénéficieront encore de la croissance attendue de l'investissement avant de profiter en 2000 du léger rebond de la consommation.

Notre scénario comporte une certaine langueur en 1999, causée par la faiblesse de la demande interne et par une contribution encore négative du solde du commerce extérieur. Un léger gain de compétitivité ainsi qu'une demande mondiale tonique permettront à l'Italie de réduire l'écart de croissance avec ses partenaires européens en 2000. Dans la Loi de finances 2000, le gouvernement italien utilise seulement des avantages conjoncturels : l'augmentation des rentrées fiscales et la réduction des charges d'intérêt. Il n'apporte guère de changements structurels pour assurer l'avenir. La croissance repose sur des bases fragiles.

17. Commerce intra et extra communautaire

En %

	Exportations		Importations	
	Volume	Valeur unitaire	Volume	Valeur unitaire
Juin 1999/juin 1998				
Intra UE	0,5	- 0,9	6,2	- 3,5
ExtraUE	- 3,9	- 0,6	4,7	- 2,9
T2 1999/T1 1999				
Intra UE	11,9	- 0,7	15,2	0,8
ExtraUE	17,1	- 0,4	0,2	5,7

Source : Istat.

1.8 Italie : résumé des prévisions

	Niveaux 1997 mrd\$ ITL	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		1998				1999				2000							
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	1 829 464	-0,5	0,5	0,6	-0,4	0,2	0,4	0,6	1,1	0,6	0,5	0,6	0,3	1,5	1,3	1,2	2,6
Consommation des ménages	1 097 837	0,4	0,8	0,5	-0,1	0,5	0,4	0,5	0,7	0,6	0,4	0,4	0,5	2,6	1,7	1,6	2,1
Consommation des A.P.U.	329 843	0,2	0,6	0,4	0,9	0,6	0,6	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,5	1,3	2,6	1,3
Consommation totale	1 427 679	0,3	0,8	0,4	0,1	0,5	0,4	0,5	0,7	0,5	0,3	0,3	0,4	1,8	1,6	1,8	1,9
FBCF totale	338 206	1,3	-0,6	0,6	-0,2	1,4	1,0	1,1	1,4	1,3	1,1	1,1	1,0	0,9	3,5	3,1	4,7
Variations de stocks, contribution en points de PIB	18 150	-0,3	0,0	-0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	-0,1	0,8	0,6	0,0	0,0
Exportations	471 187	-0,7	-1,5	-0,2	-2,7	-0,7	1,4	1,5	1,7	1,5	1,5	1,3	1,2	5,0	1,2	-1,1	6,0
Importations	425 733	2,1	-1,7	-1,2	0,8	2,3	1,4	1,8	1,8	2,0	1,7	1,6	1,4	10,0	6,1	4,2	7,2

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

Sources : Invest, prévisions OFCE.

Royaume-Uni : la récession n'aura pas lieu

En l'espace d'un an, l'horizon conjoncturel s'est incontestablement éclairci au Royaume-Uni. En octobre dernier, alors que l'activité décélérait depuis la mi-1997, que les indicateurs de demande intérieure étaient au plus bas, que le ralentissement du commerce mondial s'ajoutait à la persistance d'un taux de change élevé pour accroître le risque d'une forte récession, la Banque d'Angleterre enclencha un mouvement de baisses graduelles de son taux d'intérêt jusqu'au mois de juin. La récession n'a pas eu lieu : après avoir été nulle au dernier trimestre 1998, la progression du PIB s'est établie à 0,2 % au premier trimestre 1999 et à 0,6 % au deuxième, soit 1,4 % en glissement. Le taux de chômage a continué de diminuer pour atteindre son plus bas niveau depuis 1980 (4,2 % en août selon le concept national, soit moins de 6 % selon le concept BIT), l'inflation est devenue inférieure à la cible de la politique monétaire (2,1 % en août pour une cible de 2,5 %), mais le solde courant est désormais déficitaire (1,7 point de PIB au premier semestre 1999). En ce début d'automne, le climat conjoncturel interne s'est amélioré et l'environnement international s'annonce plus favorable. La récession n'a pas eu lieu, ou plus exactement, a été limitée à l'industrie. Les conditions de la poursuite de la reprise semblent réunies, le nuage le plus menaçant se trouvant cependant du côté des conditions monétaires. Le taux de change de la livre reste en effet élevé, pénalisant les exportations britanniques, et la Banque d'Angleterre a relevé de façon préventive son taux d'intervention début septembre : une nouvelle page conjoncturelle britannique commence, à bonne distance de la zone euro.

La baisse cumulée de 2,5 points des taux d'intervention de la Banque d'Angleterre d'octobre à juin dernier a apporté une bouffée d'oxygène à l'économie britannique. Elle a vraisemblablement été un facteur déterminant de l'amélioration des enquêtes auprès des ménages et surtout des industriels qui la réclamaient depuis plusieurs mois. Mais compte tenu de l'évolution des taux de change, l'assouplissement des conditions monétaires n'a été que partiel : la livre a regagné au premier semestre 1999 tout ce qu'elle avait perdu à l'automne 1998 (environ 3 %), et reste supérieure, en termes réels comme nominaux, de plus de 25 % à son point bas de 1996. Depuis le début de l'année, la livre s'est légèrement dépréciée par rapport au dollar (- 2,4 %), mais appréciée par rapport à l'euro (7 % de janvier à septembre), pour représenter 1,52 euro (le niveau acceptable pour une entrée dans l'euro étant généralement considéré proche d'1,3 euro).

En juin dernier, le ralentissement de l'inflation, l'absence de tensions sur le marché du travail et la décélération des salaires pouvaient laisser penser que le gouverneur de la Banque d'Angleterre serait amené, dans un avenir proche, à expliquer pourquoi le Comité de politique monétaire (CPM) avait laissé l'inflation franchir la limite inférieure de la four-

chette fixée par le gouvernement (1,5 %). En mai, l'inflation est devenue inférieure à la cible de la politique monétaire — 2,5 % pour le glissement annuel de l'indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires (RPIX) —, et n'était en août que de 2,1 % (1,3 % en terme d'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)). Le relèvement de 0,25 point décidé début septembre apparaît grandement préventif, faisant écho à une accélération des prix de l'immobilier constatée depuis le début de l'année (bien que modeste au regard des hausses passées et initialement limitée à la région londonienne), au dynamisme plus fort que prévu de la demande intérieure au deuxième trimestre et à une certaine accélération des salaires réels (résultant en partie de la baisse des prix).

La hausse décidée en septembre porte les taux courts britanniques à 5,25 %, soit un niveau similaire aux taux nominaux américains et supérieur de 2,75 points à ceux de la zone euro (l'écart étant respectivement proche de 0,8 point et de 2,7 points en termes réels). Cette remontée risque de maintenir la livre à un niveau élevé et éloigne la perspective d'une entrée rapide de la devise britannique dans l'Union monétaire. Le taux de change de la livre en euros devrait rester proche de 1,5 dans les mois qui viennent, soit une surévaluation de l'ordre de 15 % par rapport au niveau jugé acceptable d'entrée dans l'euro.

Selon une règle monétaire de Taylor, le taux d'intérêt neutre serait actuellement plus proche de 4,5 % que de 5,25 %¹⁰ et ne devrait conduire le CPM à augmenter les taux qu'à partir du second semestre 2000 lorsque la reprise serait affermie et que l'inflation redeviendrait supérieure à la cible. Les relèvements de taux envisagés dans notre prévision dans la zone euro et aux États-Unis nous conduisent à maintenir les taux britanniques inchangés jusqu'en début d'année prochaine où ils seraient relevés de 0,25 point, lorsque l'effet de la hausse des prix pétroliers se serait diffusé dans l'ensemble de l'économie et en supposant que le bas niveau du taux de chômage ne se traduira pas par de fortes tensions sur les salaires et les prix. Le taux de change de la livre resterait stable vis-à-vis du dollar (1,6 dollar) et se déprécierait légèrement par rapport à l'euro (1,45 euro fin 2000). Le taux de change effectif nominal baisserait d'environ 3 % à l'horizon de la fin 2000.

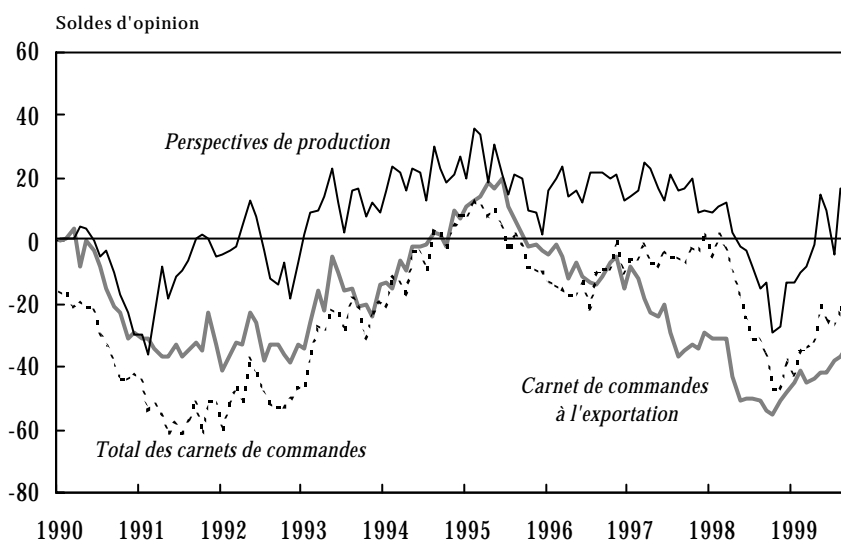
La contribution du commerce extérieur à la croissance est restée négative en 1999. Les exportateurs britanniques, malgré des compressions de marges à l'exportation perdent des parts de marché depuis 1996. Les opinions des industriels sur les carnets de commandes étrangères sont cependant moins dégradées (graphique 16). La reprise du commerce

10. En posant : $r = p + 0,5(p - 2,5) + 0,5ey + 2,2$

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) évalué à 2,1 % au troisième trimestre, ey : écart de production qui serait, sous les hypothèses de croissance potentielle de l'OCDE (2,1 % en 1999), de 1 % pour une croissance prévue de 1,7 en 1999 et 2,2 : constante représentant le taux réel d'équilibre de longue période que Taylor considère voisin du taux de croissance tendanciel.

mondial, notamment en provenance de la zone euro, devrait soutenir les exportations dès le troisième trimestre 1999 et jusqu'à la fin de la prévision. La baisse du taux de change effectif envisagée à l'horizon 2000 permettrait de limiter les pertes de parts de marché. La vigueur de la demande adressée au Royaume-Uni permettrait de stabiliser le déficit extérieur (1,4 point de PIB pour le solde courant cette année et 1,2 point l'an prochain).

16. Royaume-Uni : opinions des industriels sur la production et les carnets de commandes



Source : CBI.

L'industrie manufacturière semble sortie de la récession. En recul pendant trois trimestres consécutifs, la production manufacturière a recommencé à croître au deuxième trimestre 1999 (+ 0,7 %). Les enquêtes dans l'industrie se sont améliorées au cours des derniers mois. Selon l'enquête mensuelle de septembre de la CBI, les soldes d'opinion des industriels sur leurs perspectives de production sont à leur plus haut niveau depuis deux ans et les opinions sur les carnets de commandes continuent à se redresser (graphique 16). L'indice des directeurs d'achat du CIPS annonçait une production en hausse en juillet et août. Si l'agriculture et l'énergie ont connu un repli sur la même période que l'industrie manufacturière, les services ont continué à croître, notamment les transports et communications.

La consommation des ménages a joué un rôle moteur dans la reprise de l'activité, augmentant de plus de 1 % par trimestre du quatrième trimestre 1998 au deuxième trimestre 1999, alors que les autres composantes

de la demande intérieure progressaient faiblement et que la contribution des stocks à la croissance était négative.

La baisse des taux d'intérêt et la progression de la Bourse ont contribué à l'amélioration du moral des ménages et au dynamisme de la consommation depuis l'automne dernier. La forte progression du premier trimestre (1,6 %) reflète cependant pour partie une forte hausse des achats d'automobiles résultant d'une modification du système d'enregistrement des immatriculations, qui n'aurait, selon la Banque d'Angleterre, pas pu être correctement désaisonnalisée et pourrait représenter de 0,25 à 0,5 point de l'augmentation de la consommation du premier trimestre.

L'indice de confiance des consommateurs s'est replié en juillet mais reste à un haut niveau. Les ventes de détail affichaient une progression de 3,6 % en glissement sur douze mois en août dernier, indiquant une consommation encore soutenue des ménages au troisième trimestre. Au quatrième trimestre la consommation pourrait être soutenue par un effet « an 2000 », mais retrouverait ensuite un rythme de croissance plus faible. Nous avons fait l'hypothèse que, compte tenu des perspectives de moindres plus-values boursières, des taux d'intérêt et de la fin des revenus exceptionnels liés aux démutualisations de 1997¹¹, les ménages reconstitueraient leur taux d'épargne, soit une hausse de près de 1,5 point d'ici à la fin 2000, ce qui ramènerait le taux d'épargne à son niveau de moyen terme (8 %).

Si l'emploi a baissé dans l'industrie, il a augmenté dans les services et l'emploi total a progressé, bien que plus lentement. Le taux de chômage qui était de 4,6 % en début d'année, a continué à baisser pour atteindre 4,2 % en août, soit le niveau le plus bas depuis mars 1980 (moins de 6 % au sens du BIT). La poursuite de la baisse du taux de chômage pose la question de l'existence de risques de tensions sur le marché du travail ou de l'ajustement de l'économie britannique à un taux de chômage non inflationniste plus faible qu'estimé. Il est difficile de trancher à l'automne 1999. Les salaires nominaux ont en effet décéléré de juin 1998 à mai 1999 (de 5,3 % à 4,3 % en glissement sur un an). La décélération de l'inflation (2,6 % en janvier, 2,1 % en août) a atténué celle des salaires en termes réels. La mise en place du salaire minimum en avril dernier ne devrait avoir qu'un faible impact sur les salaires¹². Compte tenu du cycle de productivité, l'augmentation de la production serait plus rapide que celle de l'emploi, et le taux de chômage serait stable à l'horizon de la prévision.

11. Il est cependant possible que de nouvelles démutualisations soutiennent les dépenses des ménages en 2000. Le montant de ces démutualisations est estimé par la Banque d'Angleterre (*Inflation Report*, août 1999) à un quart de celles de 1997, soit environ 9 milliards de livres, sans que la date de versement soit précisée. En reprenant les estimations faites par la Banque d'Angleterre en 1997, ces démutualisations pourraient conduire au total à une hausse de 1,5 milliard de livres de dépenses supplémentaires, soit 0,25 % des dépenses de consommation. Cet effet n'est pas inclus dans la prévision.

12. Près de deux millions de personnes seraient concernées, mais l'impact, estimé par la Banque d'Angleterre à 0,6 % sur la masse salariale, n'est pas encore visible.

Les autres composantes de la demande intérieure devraient progressivement prendre le relais de la consommation privée. Le mouvement de déstockage devrait s'achever au troisième trimestre. L'investissement a connu une pause au premier semestre 1999 après plusieurs trimestres de fortes hausses, notamment de ceux de nouvelles technologies¹³. L'enquête de la Commission européenne indiquait au printemps dernier une révision à la hausse des intentions d'investissement dans l'industrie manufacturière pour 1999 (6 % en volume dans l'enquête réalisée en février/mars au lieu de 0 dans la première estimation de l'enquête de l'automne précédent). L'enquête trimestrielle de juillet de la CBI confirme, elle aussi, la poursuite de l'amélioration des intentions d'investissement dans l'industrie. La légère remontée des taux d'intérêt et la suppression de l'avantage fiscal lié aux remboursements d'emprunts devraient limiter l'investissement logement des ménages. Notre prévision envisage une faible progression du taux d'investissement en volume (des entreprises comme total) après la hausse importante constatée de 1995 à 1998.

La politique budgétaire, après avoir été fortement restrictive en 1998 (1,4 point de PIB d'impulsion budgétaire négative), devrait être légèrement expansionniste cette année (0,5 point d'impulsion budgétaire) et neutre l'an prochain. Le budget présenté en mars dernier reposait sur des hypothèses de croissance du PIB de 1 % cette année et de 2,5 % en 2000, avec un maintien de l'inflation à 2,5 %. Le solde public excédentaire en 1998 (+ 0,6 point de PIB¹⁴ après - 0,6 point en 1997), redeviendrait déficitaire de 0,3 point en 1999 et 0,4 point en 2000. Les marges de manœuvre dégagées par une croissance plus forte que prévu pourraient permettre de maintenir le budget en excédent. La possibilité d'affecter davantage de ressources à l'amélioration des systèmes d'éducation, de santé ou de retraite sera à l'ordre du jour du prochain débat budgétaire. Si le gouvernement indique pour le moment qu'il maintiendra le cap de la politique budgétaire, la perspective des élections législatives (à l'horizon de 2001) pourrait l'amener à amender le budget actuel.

Le budget 1999 a prévu un retour à la hausse des dépenses publiques (2,3 % en volume en 1999 et 3 % en 2000), en particulier des investissements publics (écoles, hôpitaux, transports, villes). Le gouvernement a affiché quatre priorités. Pour accroître les incitations au travail, certains taux d'imposition sur le revenu ont été réduits : les premières 1500 £ de revenus sont imposées au taux de 10 % et non plus au niveau de 20 % depuis avril 1999; les familles qui travaillent bénéficient depuis le 1^{er} octobre d'un crédit d'impôt (*Working Family Tax Credit*), qui leur

13. La pause de 1999 pourrait être liée à un effet d'attentisme avant le passage à l'an 2000. C'est du moins ce que suggèrent les minutes de la réunion de septembre dernier du CPM.

14. 0,5 point de PIB selon les dernières évaluations de l'ONS.

assure un revenu minimal; le taux d'imposition actuellement à 23 % (*basic rate*) sera abaissé à 22 % à partir d'avril 2000. Pour construire une « société plus juste », des mesures sont prises pour favoriser les familles : les enfants ouvriront le droit à un crédit d'impôt en 2001, financé par la suppression du crédit d'impôt aux couples à un revenu et sans enfants dès 2000; par ailleurs, la réduction d'impôts liée aux intérêts des emprunts immobiliers est supprimée à partir d'avril prochain. 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 (est prévue en particulier une hausse de 6 % par an, en termes réels, de la fiscalité sur les carburants).

La croissance serait proche de 1,7 % en 1999, grâce au dynamisme de la consommation des ménages, et de 2,8 % en 2000, grâce à une contribution du commerce extérieur moins négative et à la reprise du stockage (tableau 20). Les rythmes de croissance seraient donc similaires à la moyenne de la zone euro. Le principal aléa à la hausse de cette prévision est le maintien d'une consommation des ménages plus dynamique et, par ricochet, de l'ensemble de la demande intérieure. Le principal aléa à la baisse est, indépendamment des risques de baisses des rendements boursiers à l'échelle mondiale, celui de conditions monétaires plus restrictives (en termes de taux d'intérêt comme de taux de change) qui pourraient amener la croissance à descendre rapidement du nuage sur lequel elle se trouve à l'entrée de l'automne 1999.

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

En points

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

* La somme des contributions est inférieure de près de 0,2 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 deuxième trimestre 1999.

Sources : ONS (Comptes nationaux trimestriels du deuxième trimestre, 22 septembre 1999), prévisions OFCE.

20. Royaume-Uni : résumé des prévisions

	Niveaux 1997 mirds £ 1995	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		1998				1999				2000							
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Dépenses de consommation finale des ménages ¹	488,9	0,8	0,7	0,2	1,1	1,6	1,1	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	3,9	3,4	4,0	2,6
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	140,8	0,3	0,4	0,4	0,8	1,7	0,7	0,3	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	-1,4	1,0	3,4	2,5
FBCF	131,3	3,8	-0,8	4,4	1,9	0,2	0,5	0,6	0,9	1,0	1,2	1,3	1,3	7,7	10,3	4,5	4,0
Variations de stocks, (en mirds £ 1995)	3,8	0,5	1,3	1,2	0,5	0,3	-1,2	-0,4	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	3,8	3,6	-1,3	1,0
Dépenses totales en biens et services	764,8	0,9	0,8	0,9	0,8	1,2	0,2	1,0	0,9	0,7	0,8	0,8	0,9	3,8	4,1	3,4	3,1
Exportations de biens et services	236,3	-0,8	1,2	0,6	-1,6	-1,4	2,1	1,4	1,2	1,5	1,6	1,7	1,7	8,6	2,0	0,6	6,2
Importations de biens et services	244,6	0,9	2,3	1,9	0,8	1,6	0,5	1,6	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	9,2	8,4	5,4	6,7
PIB	756,4	0,5	0,5	0,5	0,0	0,2	0,6	0,9	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	3,5	2,2	1,7	2,8
Solde courant, en points de PIB		0,0		0,0		-1,7		-1,2		-1,2		-1,2		0,8	0,0	-1,4	-1,2

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

1. Y compris ISEL-SM.

Source: Inet, prévisions OFCE.

Russie : un net rebond

La situation en Russie s'est stabilisée depuis le début de l'année. L'hyperinflation a été évitée. Le rouble est stabilisé. Le PIB, et surtout la production industrielle, repartent. La hausse du prix du pétrole permet une forte amélioration du solde extérieur et du solde public. Toutefois, le salaire réel et le revenu des ménages n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant la crise. La situation politique est instable, les rumeurs de détournement de fonds persistent, mais les finances publiques semblent gérées, sur le plan macroéconomique, avec une certaine rigueur.

Par rapport au point haut du quatrième trimestre 1997, le point bas du PIB après la crise se situe à - 8,3 % au troisième trimestre 1998. Du troisième trimestre 1998 au deuxième trimestre 1999, la remontée a été de 5,5 %, soit une croissance du PIB de 2,6 % au premier trimestre et de 2,3 % au deuxième. La production industrielle a repris nettement et retrouve le niveau élevé atteint fin 1997. Le niveau de juin 1999 est supérieur de 21,3 % au niveau de septembre 1998. Ceci s'explique en partie par la substitution de la production nationale à des importations devenues très onéreuses. Par contre, la consommation des ménages se situe encore, en juillet 1999, à 23,5 % en dessous du niveau de juillet 1998. Le salaire réel aurait perdu 40 % de son niveau entre décembre 1997 et janvier 1999. Depuis, sa remontée ne serait que de l'ordre de 10 %. Le revenu par tête aurait baissé de 23 % en un an. La part de la population en dessous du niveau minimal de subsistance serait passée de 22 à 35 %. Bizarrement, la baisse de l'emploi n'aurait été que de 1,7 % en glissement en 1998 et sa remontée serait déjà de 2,1 % entre décembre 1998 et juillet 1999. Le taux de chômage, qui était monté de 11,2 % fin 1997 à 14,1 % en février 1999 est redescendu à 12,4 %. La lente amélioration enregistrée depuis le début de l'année quant à l'emploi et aux salaires annonce une lente reprise de la consommation.

Le taux d'inflation s'est stabilisé aux alentours de 2,5 % par mois, soit 30 % l'an. L'hyperinflation est évitée. Après avoir perdu 75 % de sa valeur par rapport au dollar, le rouble se maintient aux alentours de 24,5 roubles pour un dollar, même si le changement de gouvernement en août dernier a provoqué une baisse temporaire de sa valeur de 6 %. En termes réels, la dépréciation a été de l'ordre de 35 % de juin 1998 à août 1999.

Cette dépréciation massive a surtout permis une baisse des importations. En chiffres annualisés, celles-ci valaient 74 milliards de dollars en 1997 et 72 milliards au premier semestre 1998; elles ont baissé à 46 milliards au second semestre 1998, 38 milliards au premier trimestre 1999 et 41 milliards au deuxième trimestre. Les exportations devraient bénéficier, en valeur, de la hausse du prix du pétrole; en volume, de gains importants de compétitivité. Après 88 milliards de dollars en 1997, leur montant a été de 74 milliards au premier semestre 1998 (en raison

de la baisse du prix du pétrole) ; puis de 74 milliards au second semestre 1998; 62 milliards au premier trimestre 1999; 68 milliards au deuxième trimestre. La Russie retrouve un excédent courant important grâce surtout à la baisse des importations. Mais celui-ci est gaspillé par des sorties massives de capitaux.

Le déficit public a atteint 5 points de PIB en 1998 et se situe à 3,5 points de PIB au premier trimestre 1999 en raison de meilleures rentrées fiscales. Les taux d'intérêt ont nettement baissé; ils sont de 45 % pour le crédit et de 9 % pour le marché monétaire. La Bourse avait chuté de l'indice 100 en août 1997 à 9 en janvier 1999. Elle a remonté depuis jusqu'à 20 en août dernier.

La Douma a accepté de voter les mesures inacceptables (mise sous condition de ressources des allocations familiales, levée du contrôle des changes) mis comme condition par le FMI pour accorder un prêt de 4,5 milliards de dollars à la Russie. Reste que la dette extérieure est de 140 milliards de dollars, dont le service est de 20 milliards par an. L'excédent courant en 1999 serait de 15 milliards et les fuites de capitaux de 15 milliards. Il faut encore trouver 15 milliards.

L'économie russe semble, malgré tout, bénéficier de la dépréciation du rouble et d'un certain dynamisme industriel. Une croissance à hauteur de 1,5 % en 1999 et 2,5 % en 2000).

PECO : un certain passage à vide

La **Pologne** connaît le ralentissement prévu en raison de la faiblesse de la demande qui lui est adressée et d'une politique monétaire rigoureuse. Elle a été particulièrement touchée par la dépréciation du rouble. La croissance, en glissement annuel, aurait été de 3 % en 1999-T2. La production industrielle a connu un bas niveau de novembre 1998 à février 1999. Elle s'est vivement redressée au deuxième trimestre 1999. La Pologne devrait bénéficier de la reprise en Europe occidentale, mais la politique monétaire reste restrictive pour freiner l'inflation et financer le déficit extérieur. Les enquêtes de conjoncture sont contradictoires : la tendance de l'état des affaires est jugée médiocre mais les perspectives de production se sont redressées. Le chômage est passé à 12 % en juillet dernier contre 9,8 % en début d'année. Le taux d'inflation a baissé à 7,2 % mais le taux d'intérêt est encore à 14,5 %. En 1999, les importations baisseraient de 1,5 % et les exportations de 4 %. Le déficit courant s'est encore accru (6,5 % du PIB), mais il est financé facilement, en particulier par des investissements directs étrangers et par les privatisations. Le déficit public est modéré (2,3 points de PIB en 1999). En un an, le zloty a baissé de 14 % par rapport au dollar, mais seulement de 3 % par rapport à l'euro. La politique monétaire a évité une trop forte dépréciation du zloty pour éviter une relance de l'inflation. Après 4,8 % en 1998, le taux de croissance devrait être de 3,4 % cette année et de 4,2 % en 2000. Toutefois, on voit mal comment la Pologne pourra échapper ultérieurement à un ralentissement marqué pour rétablir sa balance extérieure.

En **Hongrie**, le ralentissement est un peu moins prononcé que prévu. La croissance en glissement a été de 3,3 % au premier trimestre 1999. La production industrielle, impulsée par les exportations, aurait crû de 7 % en glissement annuel en juillet 1999. Après 5,1 % en 1998, la croissance devrait être de 3,5 % en 1999 et de 4 % en 2000. Toutefois, les enquêtes fournissent là aussi des informations contradictoires (hausse des perspectives de production et baisse des carnets de commandes). La confiance des consommateurs se dégrade. Pourtant, le taux de chômage n'a guère augmenté (9,6 % en juillet contre 9,1 % au début de l'année). L'inflation a continué à décroître, mais est encore à 11 % pour des taux d'intérêt de 15 %. Le déficit public reste de l'ordre de 4,5 points de PIB, (soit un excédent primaire de 1,5 point). En un an, le forint a baissé de 10,2 % par rapport au dollar, soit une quasi stabilité par rapport à l'euro. Compte tenu de son taux d'inflation le pays enregistre des pertes de compétitivité. Toutefois, les exportations hongroises ont néanmoins continué à croître à un rythme élevé (10 % en 1999). Le déficit courant hongrois devrait rester de l'ordre de 5 points de PIB, là aussi financé par des investissements directs étrangers.

La **République tchèque** sort péniblement d'une forte récession. Le PIB, qui a baissé de 4,1 % en glissement en 1998, et de nouveau de 1,7 % au premier trimestre 1999; est remonté de 3,6 % au deuxième trimestre grâce à un rebond des exportations. La production industrielle a baissé de 6,1 % en juillet en glissement annuel. Les enquêtes de conjoncture sont à de bas niveaux et ne se redressent que très peu. Le taux de chômage est remonté de 5,2 % début 1998 à 9 % en juillet 1999. Le taux d'inflation est tombé à 1,4 %; le taux d'intérêt est à 6,3 %. La couronne a chuté de 12 % par rapport au dollar en un an, soit une quasi stabilité par rapport à l'euro. Le déficit courant n'est que de 1,6 point de PIB. Le solde public s'est fortement creusé sous l'effet de la récession : il est passé de l'équilibre en 1996 à un déficit de 1,5 point de PIB en 1998 et de 3,4 points en 1999. Après une baisse de 2,3 % en 1998, le PIB baisserait encore de 0,7 % en 1999, puis remonterait de 2 % en 2000.

Au total, les pays d'Europe centrale et orientale connaissent une période difficile en raison certes de la répercussion de la crise russe, mais surtout de la nécessité de mettre fin à une période de forte croissance déséquilibrée, d'inflation et surtout de déficit extérieur. C'est surtout la politique monétaire qui a été resserrée aboutissant à des taux de change réels surévalués par rapport aux pays de l'UE. La zone risque d'avoir des difficultés à sortir de cette période : il faudrait que les pays desserrent leurs politiques monétaires pour déprécier leurs monnaies et faire des gains de compétitivité. Ceci impose une stricte gestion salariale et budgétaire.

Achévé de rédiger le 5 octobre 1999.

