



N° 181 — Mercredi 30 décembre 1998

L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE EN 1998 ET 1999 UNE MISE À JOUR*

Cinq institutions, dont l'OFCE, appartenant à cinq pays différents d'Europe — Allemagne, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni — ont décidé de joindre leurs efforts pour mieux apprécier l'évolution de l'économie européenne. Elles réalisent désormais deux fois par an un rapport d'analyse conjoncturelle et de prévision. Ces institutions ayant une connaissance privilégiée de leur pays d'appartenance, la mise en commun de leurs expériences devrait aboutir à des études mieux informées, à des prévisions mieux fondées. Il est aussi permis d'espérer que chacune enrichira ses méthodes d'analyse, en raison de la confrontation permanente avec celle des autres qu'implique nécessairement une telle collaboration. La publication dans la Lettre de l'OFCE du rapport approuvé par les cinq institutions permet d'accéder à une étude issue d'une coopération européenne directe.

A. Ralentissement de la croissance mondiale

L'activité économique mondiale a poursuivi sa décélération au cours de l'année 1998. Les conséquences négatives de la crise asiatique sur les pays développés s'avèrent plus importantes qu'estimé précédemment. Durant l'été, un regain de tensions sur les marchés financiers a touché la Russie et l'Amérique latine, impliquant aussi les places occidentales. Bien que ces chocs aient été en partie

absorbés, l'accroissement de la volatilité des Bourses a accru mondialement l'incertitude, et le climat des affaires s'est notablement dégradé dans les mois récents. Traduisant l'affaiblissement de la demande, les cours des matières premières ont continué de baisser à un rythme imprévu. Jusqu'à présent la demande intérieure américaine et européenne a amplement compensé la détérioration des échanges extérieurs, essentiellement grâce à l'amélioration des termes de l'échange et à la baisse des taux d'intérêt. Les mesures prises au Japon pour s'attaquer aux problèmes du système financier n'ont pas permis de réanimer l'économie. Par ailleurs, le tassement du dollar depuis le pic du printemps a nui à la compétitivité de l'Europe. Celle-ci a aussi souffert de la détérioration de l'environnement international.

L'économie américaine perd de sa vigueur. La forte croissance du troisième trimestre a été largement fondée sur les variations de stocks tandis que la croissance de l'investissement productif s'est

* Rapport préparé par :

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

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

nettement ralentie. Le récent bouleversement des marchés financiers semble absorbé, mais l'économie reste vulnérable aux variations des cours de Bourse. Durant les quatre dernières années, de substantielles plus-values ont contribué à abaisser le taux d'épargne, qui a chuté jusqu'à un demi pour cent dans les premiers mois de 1998. L'augmentation du coût de l'investissement, mis en évidence par l'élargissement des écarts de taux d'intérêt, fragilise aussi le cycle américain. Le ralentissement progressif de l'économie conduirait à une croissance moyenne de 1,5 % en 1999. Dans ce scénario, les taux d'intérêt des fonds fédéraux pourraient encore baisser.

Depuis la mi-octobre, le yen s'est apprécié vis-à-vis du dollar de plus de 15 %. Ceci a au moins trois conséquences sur l'économie japonaise. D'un côté, cela détériore la compétitivité du secteur industriel et a un impact déflationniste. De l'autre, les banques ont moins de mal à satisfaire les exigences de réserves qu'impose la BRI. Le plan de sauvetage des banques n'a pas suffi à redresser la confiance du secteur privé. La restructuration des marchés financiers est loin d'être achevée. Le PIB risque de stagner l'an prochain, du fait d'une demande intérieure fragile.

Un an après l'éclatement de la crise financière, la situation économique en Asie de l'Est reste préoccupante, mais des éléments positifs apparaissent dans les quatre pays les plus impliqués (Indonésie, Malaisie, Corée du Sud et Thaïlande). Leur balance commerciale a viré à l'excédent dans la première moitié de l'année. En Thaïlande et en Corée du Sud, la tendance de la production industrielle s'est redressée grâce à la croissance des exportations. Les restructurations financières sont engagées. La récente baisse des taux d'intérêt thaïlandais suivie par l'appréciation du baht soulignent aussi l'amélioration. La Corée montre une évolution semblable. A l'inverse, en Indonésie, les incertitudes politiques fragilisent la situation économique. La Malaisie aura aussi besoin de plus de temps pour stabiliser son économie et repartir. L'ensemble de la zone pourrait voir ses exportations bénéficier de la hausse du yen.

La Chine et le Brésil présentent maintenant les principaux risques de perturbations financières. Le yuan a subi des pressions émanant des déséquilibres

internes et des marchés internationaux. La fragilité du système financier et l'inefficacité des entreprises d'État vont brider la progression du PIB et peuvent affecter l'ensemble de la zone. La croissance latino-américaine sera très lente l'an prochain.

Enfin l'économie russe demeure fragile. Une reprise rapide n'est pas en vue. Les effets des troubles de l'été se traduiront par une baisse supplémentaire de l'activité, l'an prochain, ce qui pèsera négativement sur les économies voisines.

Les événements asiatiques et des autres pays émergents se sont accompagnés d'un renversement massif des flux de capitaux et de pertes significatives des banques japonaises, américaines et aussi européennes. Le tableau 1 précise la structure des prêts aux zones émergentes en 1997⁽¹⁾. L'an passé, le principal accroissement des prêts à l'Asie de l'Est est venu de l'Europe continentale. Les banques allemandes ont accru leur exposition de 2,8 % du PIB en 1994 à 5,5 % en 1997 ; les banques françaises ont accru la leur de 3,4 % à 5,2 % sur la même période.

L'ajustement des portefeuilles et la réévaluation des risques de la part des institutions financières occidentales ont beaucoup pesé dans le retrait des capitaux depuis la Russie, à l'été, et dans les pressions ultérieures subies par les économies latino-américaines. L'Amérique latine importe plus pour les États-Unis, mais la Russie affecte surtout l'Europe. Cependant les difficultés latino-américaines pourraient aussi déborder sur l'Europe, car les banques, notamment espagnoles, sont assez fortement engagées dans la zone.

1. Exposition des banques aux pays en développement (décembre 1997)

En pourcentage du PIB

	Ensemble	Hors	Europe	Russie	Amérique	Asie	Asie hors
		<i>Offshore</i>	de		latine		<i>Offshore</i>
			l'Est				
Allemagne	15,3	9,1	2,4	1,5	1,7	5,5	2,3
France	13,1	8,6	0,8	0,5	1,8	5,2	3,1
Royaume-Uni	13,3	7,4	0,2	0,1	1,7	7,1	2,5
Italie	4,7	3,3	0,5	0,4	1,1	1,2	0,4
Espagne	11,5	9,4	0,2	0,1	6,9	1,4	0,5
Pays-Bas	20,8	15,5	1,7	0,6	5,1	7,9	4,8
Etats-Unis	2,1	1,6	0,1	0,1	0,8	0,5	0,4
Japon	9,1	3,9	0,1	0,02	0,4	6,0	2,7

Sources : calculs de la Banque des règlements internationaux, *Ventilation par échéance, secteur et nationalité des prêts bancaires internationaux* (1998), et OCDE : *Comptes nationaux trimestriels*.

(1) Les centres offshore compliquent inévitablement l'interprétation de la structure des prêts.

L'instabilité récente a provoqué des pressions systémiques dans une partie de la sphère financière, plusieurs grandes banques internationales annonçant de substantielles provisions en couverture de pertes potentielles. La menace d'une vague de faillites a plané aux États-Unis, à fin septembre, après le quasi effondrement du fonds d'arbitrage LTCM. C'est une des raisons qui a conduit la Réserve fédérale à baisser ses taux directeurs.

B. Croissance plus faible en Europe

Jusqu'à l'été 1998, la production et la demande de l'Europe de l'Ouest n'avaient été que modérément affectées par la crise asiatique. D'une part les exportations vers cette destination avaient bien décliné comme prévu, cependant que les importations s'étaient amplifiées. Ces modifications du commerce avec l'Asie avaient amputé la croissance d'environ un demi-point de PIB, avec toutefois des différences sensibles d'un pays à l'autre. Mais les gains prononcés de termes de l'échange dus à l'appréciation des changes réels vis-à-vis des monnaies asiatiques et la chute des cours des matières premières qui a suivi l'éclatement de la crise, ont accru le pouvoir d'achat des consommateurs européens et stimulé la demande intérieure. De plus, la réallocation des portefeuilles fuyant les pays émergents pour se concentrer sur les places sûres a conduit à une baisse prononcée des taux d'intérêt à long terme, ce qui a aussi soutenu la fermeté de la demande interne. En conséquence, la contribution négative de la demande étrangère s'est trouvée largement compensée par le renforcement de la demande interne et la croissance du PIB en a été à peine modérée. Le ralentissement marqué de la croissance trimestrielle, de 0,8 % au premier trimestre à 0,2 % au deuxième trimestre de cette année peut être attribué pour une large part à des facteurs spécifiques ; en particulier, la hausse de la TVA effective au 1^{er} avril en Allemagne a gonflé l'activité par anticipation au premier trimestre.

Durant l'été, cependant, avec l'éclatement de la crise russe et les développements de plus en plus problématiques en Amérique latine, la situation s'est dégradée. Un nombre grandissant de pays en proie à la récession contribueront à affaiblir les exportations européennes. Cette fois les turbulences financières ont contaminé l'Europe. Les prix des actions ont considérablement chuté, au moins temporairement,

et l'écart de taux entre les titres privés et les titres publics s'est accru sensiblement, soulignant la préférence des investisseurs pour des actifs moins risqués.

La volatilité des cours de Bourse peut rendre les consommateurs plus prudents. Cependant, en dépit du fait que les placements en actions sont devenus plus populaires ces dernières années, les patrimoines privés européens ne comprennent encore en moyenne qu'une part relativement faible d'actions, en comparaison, par exemple, des États-Unis⁽²⁾. L'effet de richesse négatif découlant d'une baisse des cours des actions peut être compensé par des effets de richesse jouant en sens inverse provenant d'une hausse des prix des obligations, souvent associée à un déclin de la Bourse.

2. Produit brut réel et prix à la consommation 1997-1999 (Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)

	PIB réel			Prix à la consommation		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Allemagne	2,2	2,8	2,3	1,8	1,0	1,3
France	2,3	3,0	2,6	1,2	0,8	1,1
Italie	1,5	1,5	1,9	1,8	1,9	1,8
U.E. 11	2,5	2,9	2,5	1,7	1,3	1,5
Royaume-Uni	3,3	2,8	1,1	3,1	2,6	2,6
Union européenne	2,6	2,8	2,3	1,9	1,6	1,7
Etats-Unis	3,9	3,4	1,5	2,3	1,6	2,0
Japon	0,8	-2,4	0,4	1,8	0,4	-0,2

Source : calculs EBCA.

En Europe, le coût et la disponibilité de fonds pour l'investissement des sociétés ne sont pas un problème, car les émissions d'actions ne représentent qu'une part mineure des sources de financement. Par ailleurs l'accroissement sensible de la prime de risque sur les titres d'entreprises privées, surtout celles les moins bien cotées, joue peu en Europe, en regard des États-Unis, car les prêts bancaires comptent davantage pour le financement des sociétés. Il n'y a pas pour le moment de restriction du crédit en Europe.

(2) Il y a en effet de grandes différences entre pays européens en ce qui concerne la part des actions dans les actifs des ménages, qui tiennent à la diversité des institutions, en particulier des systèmes de prévoyance (par exemple assurances sociales et retraites).

Selon les enquêtes d'opinion, la détérioration de l'environnement extérieur, combinée à la volatilité accrue sur les marchés financiers et à une perception généralisée de l'élévation des risques, a déprimé les perspectives des sociétés au cours des mois récents. Ceci annonce un ralentissement de la conjoncture pour les prochains mois. Cependant, certains des éléments négatifs vont probablement s'estomper : les marchés financiers semblent déjà s'être stabilisés, et l'on s'attend à ce que la récession en Asie soit dépassée au cours de l'hiver. Dans cette hypothèse, la conjoncture a de fortes chances de ne pas se dégrader davantage en 1999, particulièrement pour les grands pays d'Europe continentale. A l'exception du Royaume-Uni où la politique a été très restrictive en raison essentiellement du resserrement de la Banque d'Angleterre, la politique économique n'aura probablement pas d'impact significatif. Dans l'UEM, la politique monétaire a été plus ou moins neutre, le taux d'intérêt moyen baissant progressivement vers le niveau pratiqué dans les pays du noyau dur, et les taux directeurs ne seront sans doute pas modifiés dans un proche avenir. La politique budgétaire, après être passée de restrictive à neutre en 1998, s'orientera éventuellement dans un sens quelque peu expansif. Les salaires accéléreront légèrement, mais à un rythme encore modéré. Les coûts unitaires de main-d'œuvre augmenteront faiblement, autorisant la poursuite de la hausse des profits.

Sous ces conditions, le PIB européen progressera plus lentement l'an prochain, d'environ 2,3 % après 2,8 % cette année (tableau 2). Le Royaume-Uni fera exception : en raison de la restriction monétaire, la croissance tombera d'environ 2,5 % en 1998 à près de 1 % en 1999. Pour l'ensemble de l'UEM, la croissance sera particulièrement tassée durant l'hiver 1998/1999. En cours d'année prochaine, le frein de la demande étrangère se relâchera graduellement, l'expansion provenant toutefois toujours de la demande interne. L'investissement des entreprises conservera une tendance haussière reflétant une forte utilisation des capacités, un haut niveau de profits et de bas taux d'intérêt. La consommation bénéficiera généralement d'un pouvoir d'achat en reprise en raison de salaires en hausse, d'une inflation encore basse et d'un marché du travail en amélioration.

Les créations d'emplois se poursuivront, quoique moins rapidement, et contribueront à doper la

demande. La hausse des prix à la consommation restera proche de 1,5 % l'an. Toutefois, comme les cours des matières premières semblent avoir atteint leur plancher, les effets de l'appréciation réelle des monnaies européennes vont peu à peu s'atténuer et les prix auront tendance à s'accélérer légèrement au cours de 1999, reflétant aussi partiellement de plus fortes hausses de salaires.

Les risques

En résumé, les perspectives sont devenues moins favorables, ces derniers mois, à cause de la diffusion de la crise financière à la Russie et à l'Amérique latine, du regain de volatilité sur les marchés de titres et de la baisse de confiance des entreprises des pays industriels. Les révisions en baisse de la croissance se concentrent sur l'année à venir. Mais les aspects négatifs sont déjà visibles en Europe au deuxième semestre 1998 : ralentissement des exportations et des commandes étrangères, retombée des indicateurs de confiance. Dans le scénario privilégié, le ralentissement attendu n'est que temporaire : la situation des pays émergents s'améliore, les turbulences financières s'achèvent prochainement, et la confiance est restaurée dans les pays développés. Pour l'Europe, cela autoriserait une reprise modérée de la croissance au cours de 1999.

Cependant les risques sont clairement vers le bas, car les éléments négatifs sont liés entre eux. La crise des pays émergents peut ne pas avoir touché le fond, si l'on tient aussi compte de la faiblesse persistante de l'économie japonaise, des risques concernant la Chine et le Brésil, et d'une demande mondiale moins vigoureuse. Les statistiques récentes, dont on doit admettre qu'elles présentent une marge d'erreur accrue dans la situation chaotique actuelle, ont pu faire craindre que le commerce mondial soit beaucoup plus affecté que ne le présume le scénario central. Si les risques ci-dessus se concrétisent, la croissance européenne pourrait être beaucoup plus faible l'an prochain.

C. La politique économique

La politique monétaire

Les crises de l'Asie de l'Est et de la Russie ont testé la crédibilité de l'euro. Les parités annoncées début mai n'ont pas été mises en cause par des attaques spéculatives. Par contre, les écarts entre taux d'intérêt

danois et allemands se sont accrus de près d'un point. Ainsi ces crises ont retardé la convergence des taux à l'intérieur de la zone euro. Le repli vers la qualité a aussi élargi l'écart entre les rendements des titres allemands et ceux du reste de la zone euro, ce qui ne facilite pas l'homogénéité des marchés obligataires en Europe. Début novembre, les taux d'intérêt étaient encore bien plus élevés en Irlande et en Italie que dans les pays du noyau dur. Mais la convergence a repris alors que l'Espagne, le Portugal, l'Irlande et l'Italie abaissaient leurs taux d'intérêt directs.

La façon dont la BCE conduira la politique monétaire n'a été clarifiée que récemment. La Banque centrale européenne a explicitement pour mandat d'assurer la stabilité des prix. Sur la base de l'indice harmonisé des prix à la consommation, elle tolérera un taux maximum d'inflation de 2 % pour l'UEM. Pour y parvenir elle a annoncé en octobre qu'elle adoptera une approche mixte. Elle retiendra un agrégat large de monnaie comme objectif intermédiaire et annoncera un cheminement cible. De plus, elle analysera un vaste ensemble d'indicateurs afin d'évaluer les tendances inflationnistes. Figureront probablement parmi ceux-ci l'écart au potentiel, les coûts salariaux, les évolutions sur le marché du travail, le taux de change, les cours des matières premières, et les taux d'intérêt à long terme. Le ciblage monétaire sera réalisé dans une perspective de moyen terme tandis que celui de l'inflation aura un horizon de court terme.

La situation actuelle de la politique monétaire peut être appréciée à partir de divers indicateurs : les évolutions de la monnaie et du crédit dans les pays de l'Union monétaire, les courbes de rendement et la règle de Taylor. Les courbes de rendement se sont significativement aplaties en raison de la fuite vers la qualité, privilégiant les investissements peu risqués et les actifs liquides. Selon une règle de Taylor, fondée sur l'inflation et les taux de croissance présents, les écarts au potentiel estimés par l'OCDE, et retenant la cible d'inflation supposée de la BCE, le taux d'intérêt à court terme de l'euro aurait dû être fixé aux environs de 3,5 % en 1998. Celui compatible avec nos prévisions serait pratiquement inchangé en 1999. En conséquence, la convergence des taux d'intérêt puis leur stabilisation au plus bas de leur présente plage impliquera une politique monétaire pratiquement neutre au début de l'UEM. Ainsi que le premier rapport

EBCA le mentionnait, un taux d'intérêt unique en Europe aura des conséquences très diverses pour les évolutions conjoncturelles de chaque pays, car les situations en termes d'inflation et d'écart au potentiel diffèrent nettement. Ceux à conjoncture relativement haute recevront une impulsion supplémentaire des bas taux d'intérêt, tandis que ceux en retard dans le cycle trouveront la politique plutôt restrictive.

On s'attend maintenant à ce que les autorités monétaires n'augmentent pas les taux d'intérêt, en raison des incertitudes sur les conséquences des crises des pays émergents et de la volatilité des Bourses. La BCE ne suit pas pour le moment les États-Unis dans une réduction simultanée des taux d'intérêt. En écart à notre prévision centrale, plusieurs facteurs pourraient conduire le dollar à se déprécier davantage en 1999 : le ralentissement de l'économie américaine, les perspectives de baisses de taux d'intérêt plus marquées aux États-Unis qu'en Europe, les réallocations de portefeuilles résultant du lancement de l'euro. Ceci freinerait la croissance, accentuerait la concurrence, et réduirait l'inflation en Europe en 1999.

Dans un tel cas, la BCE serait sensible à l'effet dépressif d'une baisse du dollar, car la demande de monnaie et les anticipations inflationnistes seraient revues en baisse, déclenchant une réduction des taux d'intérêt. Les taux d'intérêt à long terme baisseraient dans l'attente d'un tel assouplissement de la politique monétaire, compensant ainsi, au moins en partie, ce choc externe.

La politique budgétaire

La plupart des pays européens avaient pratiqué des politiques budgétaires restrictives en 1997. Selon nos estimations, l'impact a été d'environ 1 % du PIB de l'Union européenne. Le resserrement budgétaire a été particulièrement net en Suède, au Royaume-Uni et en Italie. La plupart des pays n'auront pas persévéré en ce sens en 1998 et 1999, mais adopteront une position plus ou moins neutre, le recul des taux d'intérêt et la poursuite de la croissance permettant d'améliorer les finances publiques. Dans quelques pays, dont l'Allemagne, la politique budgétaire deviendra légèrement expansive l'année prochaine. Selon les mesures usuelles de sensibilité au cycle, les déficits publics ne cesseraient de décroître que si la croissance européenne revenait en deçà de 1,5 % en

1999, soit nettement moins que notre prévision centrale. Si la croissance 1999 s'avère moindre que ce qui est actuellement prévu pour la zone euro, il faudra accepter un élargissement des déficits en laissant jouer les stabilisateurs automatiques, de façon à atténuer le ralentissement. Les autorités budgétaires nationales devraient éviter de pratiquer des politiques procycliques, en gardant à l'esprit que le Pacte de stabilité doit être considéré comme un objectif de moyen terme, et qu'il sera plus facilement atteint avec une économie européenne en bonne santé.

D. Situations nationales

Allemagne : la reprise se poursuit en dépit des turbulences financières

La reprise allemande s'est légèrement accélérée durant la première moitié de 1998. Le PIB réel s'est accru à un rythme de 3,3 %, après 2,5 % au second semestre 1997. Le profil trimestriel a été irrégulier à cause de facteurs spécifiques. La forte croissance du premier trimestre a été suivie par un léger déclin au deuxième trimestre. Les indicateurs présents tels que la production industrielle suggèrent un rebond au troisième trimestre.

Il semble que les effets de la chute boursière importent peu pour l'économie allemande. Pour financer leurs investissements, les sociétés s'appuient surtout sur leurs fonds propres et les crédits bancaires. Par ailleurs, les actions ne représentent qu'une faible part des actifs des ménages allemands. A l'expérience, une récession ne suit un déclin de la Bourse que si intervient aussi une forte hausse des taux d'intérêt. Or, récemment, les taux sont restés à bas niveau.

Les perspectives des prochains mois se sont quelque peu dégradées comme le montre la baisse du climat des affaires ; c'est pourquoi la croissance sera réellement faible durant l'hiver. Ceci reflète en large part l'impact négatif de l'étranger. Cet effet s'estompant lentement, l'économie regagnera de la force au cours de 1999.

Le contexte demeure favorable. Les taux d'intérêt à long terme ont baissé depuis le début de 1998 jusqu'à un niveau record. Les taux à court terme ont été stables. Après une politique budgétaire à peu près neutre en 1998, l'an prochain verra de fortes impulsions positives dues notamment à la réforme

fiscale. La première phase de la réforme impliquera des baisses d'impôts principalement pour les titulaires de bas revenus, ainsi qu'une hausse des allocations familiales. Les entreprises supporteront des prélèvements un peu plus lourds. Les dépenses publiques croîtront plus vite que prévu antérieurement. Du côté des recettes, la mise en place de la taxe écologique affectera le fioul, l'essence et l'électricité. Au total, la politique budgétaire favorisera la consommation des ménages et handicapera quelque peu l'investissement. Les salaires augmenteront nettement plus vite en 1999. Le PIB réel s'accroîtra de 2,8 % en 1998 et de 2,3 % en 1999. Le rythme plus faible de l'an prochain reflète essentiellement un plus faible acquis, la tendance sous-jacente demeurant au dessus de la croissance potentielle. L'inflation accélérerait légèrement car les prix à l'importation et les coûts de main-d'œuvre cesseraient de baisser en cours d'année. En raison de la croissance et d'une moindre offre de travail, le chômage continuerait de diminuer.

Confiance encore élevée en France, bien qu'en retrait de son record

Le commerce extérieur a freiné l'activité depuis le début de 1998. Le PIB a moins progressé, mais était encore au deuxième trimestre à environ 3 % au dessus de l'année précédente. La consommation en a été le moteur, tandis que les exportations ont stagné depuis le quatrième trimestre 1997. La crise asiatique a amputé un point d'exportations. L'investissement a tardé, puis s'est redressé, et se trouve à présent en hausse de 3,4 % sur un an.

Les finances publiques ont largement profité d'une forte élasticité des recettes au PIB. Le projet de budget 1999 s'avère légèrement expansif : certains prélèvements sur le travail, l'électricité et les transactions immobilières seront allégés ; les dépenses de l'État augmenteront de 1 % à 2 %, l'an prochain, mettant à nouveau l'accent sur l'éducation et l'emploi ; la charge de la dette sera réduite du fait des taux d'intérêt en baisse. Dans l'ensemble, le déficit public au sens de Maastricht atteindrait 2,9 % du PIB en 1998 et 2,3 % en 1999.

La confiance était encore bonne en octobre, bien qu'en retrait de ses sommets de l'été. Les perspectives de production dans l'industrie manufacturière indiquent un taux de croissance d'environ 3 % à 4 %,

les stocks sont redevenus normaux et les carnets de commandes, auparavant très garnis, sont jugés satisfaisants. Le climat des affaires n'est plus exubérant dans l'industrie, mais demeure optimiste dans les commerces de gros et de détail, grâce à une consommation toujours vigoureuse. Néanmoins, les stocks apparaissent excessifs, spécialement pour les biens d'équipement ménager.

Les ventes de voitures et l'immobilier bénéficient encore de la confiance des ménages, compte-tenu des bas taux d'intérêt et d'un accroissement régulier du pouvoir d'achat. Mais les particuliers se sont récemment montrés moins optimistes pour les perspectives de chômage, et à nouveau davantage concernés par l'épargne. Les créations d'emplois restent la clé des dépenses futures. Plus de 400 000 emplois auront été attendus pour 1998, et environ 340 000 pour 1999, dont respectivement 300 000 et 200 000 dans les activités marchandes. Ces accroissements records s'expliquent principalement par une tendance relativement faible de la productivité, les réductions passées des coûts de main-d'œuvre au niveau des bas salaires, et un recours plus large au temps partiel et à l'intérim, qui accroît la réactivité de l'emploi à la reprise. Le taux de chômage baisserait de 11,9 % de la population active à 11 % à la fin 1999.

L'investissement productif progresserait d'environ 6 % à la fois en 1998 et en 1999. La profitabilité a été à nouveau accrue par un rendement du capital relativement élevé et la chute des taux d'intérêt ; mais les actions n'ont pas totalement surmonté leurs pertes récentes, et les incertitudes mondiales, ainsi qu'une accentuation prévisible de la concurrence, ont probablement conduit les entreprises à revoir à la baisse leurs projets d'équipement pour 1999, tout particulièrement dans l'industrie. La reprise de l'investissement sera encore largement autofinancée, en dépit d'un moindre taux d'épargne des sociétés.

La hausse des prix à la consommation s'est modérée, à la suite des bas coûts de main-d'œuvre, de la baisse des matières premières et de la modération des prix à l'importation. L'inflation sous-jacente est proche de 1 % l'an, avec des prix stables pour les produits manufacturés. Une concurrence soutenue, renforcée par la baisse récente et attendue du dollar, compensera largement l'impact des coûts salariaux,

qui croîtraient de 1,5 % en 1999. A la différence de l'an dernier, les salaires réels ne seront pas dopés par une surestimation de l'inflation future, et les salaires horaires nominaux se situeront entre 2,5 % et 3 %, voire peut-être moins. Les taux d'intérêt à court terme ayant de fortes chances de se situer près du niveau actuel de 3,5 %, la politique monétaire, considérée neutre pour l'Europe, sera plutôt prudente pour la France.

Retournement de l'économie britannique

La prévision pour le Royaume-Uni est marquée par le pessimisme grandissant des entreprises et des particuliers, qui correspondrait à une baisse d'activité en 1999. Cependant, la Banque d'Angleterre a réagi au risque de récession et a à nouveau réduit ses taux d'intérêt, d'un demi-point début novembre. En conséquence, la croissance se contenterait de ralentir, et le recul serait évité en 1999. L'économie croîtra de 1,1 % en 1999, après 2,8 % en 1998. Toutefois, la production manufacturière baissera de 0,5 %, en partie à cause des effets cumulés du taux de change élevé sur les exportations nettes de ce secteur. Les récentes modifications des comptes nationaux et l'adoption du nouveau système européen de comptabilité ont rendu les données passées plus difficiles à interpréter.

Contrairement à la situation précédant les deux dernières récessions, le secteur privé n'est pas surendetté. Les taux d'intérêt élevés ne sont pas susceptibles de causer aux consommateurs des problèmes de liquidité. L'inflation sous-jacente se confond maintenant avec la cible de 2,5 % l'an et baissera nettement, hors baisse accentuée des taux d'intérêt. Même avec une réduction des taux à 5,75 % vers la fin de 1999, l'inflation passerait en dessous de la cible en 2000, la détente croissante de la conjoncture compensant les effets de la baisse récente et attendue du taux de change, bien en deçà de son pic de 3,09 DM de l'été 1997.

Les nouveaux projets de dépense publique annoncés en juillet soutiendront aussi l'activité, la consommation des administrations contribuant pour près d'un point de PIB à la croissance de 1999. Cependant, le surcroît de dépenses et le fléchissement économique annoncent une détérioration des finances publiques. Le besoin de financement du secteur public pourrait bien dépasser les 8 milliards d'investissement net de 1999-2000. La règle d'or, qui veut

qu'investissement et emprunt s'égalisent, serait alors transgressée, et le déficit des administrations serait, à 2 % du PIB, plutôt élevé selon les critères imposés par le traité de Maastricht et le Pacte de stabilité.

Le ralentissement économique gonflerait le chômage de 140 000 en 1999. Cependant le taux de chômage restera relativement bas, revenant à 7 %. Les gains salariaux augmenteraient de 4,5 % à 5 % en 1999, soit davantage qu'habituellement à ce stade du cycle économique, reflétant l'impact attendu du salaire minimum national récemment voté. L'évolution internationale pourrait, toutefois, conduire à un chômage plus élevé si la croissance ralentit ailleurs ; si la prévision présentée demeure la plus probable, les risques pour le Royaume-Uni sont nettement vers le bas.

Italie : une reprise fragile

Les prévisions concernant la croissance italienne ont été révisées en baisse à environ 1,5 % pour 1998 (au lieu de 2 % ou plus attendus trois mois plus tôt), et 1,9 % pour 1999. Ceci serait le moins bon résultat des pays de l'UEM.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette médiocre performance et révéler la fragilité spécifique de l'économie italienne. Tout d'abord, la fin des subventions à l'automobile a ralenti la demande intérieure : après la poussée de 1997, la consommation revient sur sa tendance. En 1997 les ventes supplémentaires de véhicules ont contribué pour 0,4 % à la croissance du PIB, leur arrêt le réduirait de 0,2 % en 1998. Ensuite, l'économie italienne a été plus touchée que les autres grands pays en 1998 par l'évolution négative du commerce extérieur. Les exportations vers les pays d'Asie ont chuté davantage et les importations en provenance de la zone ont été plus importantes. Enfin, la chute des Bourses est intervenue dans une phase de double mutation pour l'Italie. D'une part, l'épargne nouvelle a été fortement réallouée depuis 1997, du secteur privé au secteur public. D'autre part, le placement de l'épargne s'est modifié, délaissant les titres publics pour les actions et les fonds mutuels. Dans ce contexte, la baisse des taux d'intérêt pourrait donner aux ménages le sentiment d'une moindre richesse future et les inciter à épargner davantage.

En 1998, la progression de la consommation aura décéléré d'environ 1 % par rapport à 1997, atteignant 1,1 %, en dépit d'une hausse du revenu disponible réel proche de 2 % qui constitue la première progression significative depuis 1991. Les investissements productifs seraient la composante la plus dynamique du PIB, avec une hausse de 5,5 %. Les exportations nettes contribueront négativement à la croissance, de - 0,5 %, en raison de l'absorption induite par l'amélioration des termes de l'échange.

En supposant que se réduisent la volatilité des marchés financiers et les taux d'intérêt, la croissance italienne accélérerait dès le début de 1999, avec une demande intérieure plus forte et une contribution extérieure toujours négative.

La hausse des prix à la consommation est à présent supérieure d'environ 1 % à celle de la France et de l'Allemagne, tandis que les prix à la production ont nettement décéléré. La libération des loyers et les nouvelles politiques de prix des services publics à la veille de leur privatisation alimentent l'inflation des services, bien que les prix des services privés aient nettement ralenti. Une fois ces facteurs estompés, la modération salariale devrait permettre à l'inflation de converger plus rapidement vers le niveau de l'Union monétaire.

Le budget de 1999 inclura plus de recettes et de dépenses en regard du plan à trois ans d'avril dernier. Le but est de permettre au gouvernement une politique sociale plus active (soutien financier aux entreprises nouvelles du Sud de l'Italie, réorganisation des aides à l'emploi des jeunes et des chômeurs). Il faut donc n'attendre qu'un déclin graduel du déficit public en pourcentage du PIB, de 2,6 % en 1998 à 2,5 % en 1999.