

## DOSSIER

# LES PERSPECTIVES



## Tous ensemble ?

### Perspectives 2000-2001 pour l'économie mondiale \*

*Au début du printemps 2000, les perspectives de croissance mondiale sont très favorables : 4,2 % en 2000 et 3,9 en 2001, après 3,2 en 1999. Cette vigueur résulte de la poursuite d'une forte expansion aux États-Unis, d'une nette reprise dans la zone euro et au Royaume-Uni, du dynamisme retrouvé des pays émergents d'Asie et des économies en transition, enfin d'un rebond en Russie et en Amérique latine. La plus notable exception reste le Japon. La croissance est impulsée par le dynamisme de l'industrie et de l'investissement productif.*

*Le décalage conjoncturel de la zone euro vis-à-vis des États-Unis n'explique pas l'ampleur de la dépréciation de l'euro en 1999, aussi bien vis-à-vis du dollar que du yen. La baisse de l'euro pourrait reposer sur des facteurs plus fondamentaux comme l'internationalisation intense des entreprises européennes. La convergence des taux longs, vers des niveaux de 6 % au début de 2001, marquerait un mouvement d'appréciation de l'euro face au dollar. Les Bourses, en particulier américaines, restent la principale épée de Damoclès de l'économie mondiale : elles ont atteint des niveaux sans précédent, qui aboutissent à des ratios profit/cours boursiers extrêmement bas, surtout pour les valeurs liées aux nouvelles technologies. Le krach semble inévitable, même si sa date est difficilement prévisible.*

*On pourrait craindre que la croissance mondiale soit étouffée par des tensions inflationnistes causées par sa vigueur et sa généralité. Mais les tensions sur les prix du pétrole semblent s'atténuer. Le cours du Brent avoisinerait 23 dollars au deuxième trimestre et 20 dollars en 2001.*

*Les nouvelles technologies jouent un rôle important dans le dynamisme des économies occidentales, particulièrement aux États-Unis, où la croissance ne semble pas ralentir. L'activité soutenue, l'inflation modérée, le chômage bas et la quasi-inexistence de tensions salariales suggèrent que la croissance potentielle est supérieure à celle naguère estimée. Mais la nouvelle économie n'a pas tué le cycle. Le pilotage habile des autorités monétaires freinerait suffisamment la croissance et l'inflation, sans provoquer une chute de la Bourse, du dollar et de l'activité. La croissance serait de 4,3 % cette année et de 3,1 % en 2001.*

---

\* 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, Claire Sensoli et Paola Veroni. Elle a bénéficié de contributions d'Hervé Péléraux et Francisco Serranito.

***Au Japon**, la reprise de l'investissement public, cumulée à une contribution extérieure positive, à la réalisation des commandes de biens d'équipement et au sursaut des salaires, permettrait un rebond vigoureux du PIB au premier semestre et une croissance proche de 2 % en 2000. A l'horizon 2001, la permanence de surcapacités privées et un ajustement de la politique budgétaire feraient retomber la croissance à 1,3 %.*

***Les pays émergents d'Asie** ont repris le chemin de la croissance en 1999. Pour autant, les restructurations bancaires continuent de peser sur les finances publiques et sur le financement de l'économie. Les perspectives de croissance sont néanmoins globalement très favorables : 6,4 % en 2000 et 6,6 en 2001. **L'Amérique latine** reste marquée par la crise financière et confrontée à un surendettement chronique. Une reprise est malgré tout visible dans les principaux pays au second semestre 1999. La croissance de la zone serait de 3,8 % en 2000 et 4,3 en 2001. Les performances économiques de la **Russie** en 1999 ont été meilleures qu'escomptées, grâce aux gains de compétitivité induits par la chute du rouble en 1998 et à la hausse du prix du pétrole. La croissance est repartie dans les **pays d'Europe centrale et orientale** après une période difficile, en raison de la répercussion de la crise russe et, pour les pays des Balkans, de la guerre du Kosovo.*

*Dans la **zone euro**, l'activité bénéficie de taux d'intérêt relativement bas, de politiques budgétaires légèrement expansionnistes, d'une bonne situation financière des entreprises et du niveau de l'euro. Les croissances allemande et italienne accéléreraient enfin. La croissance de la zone serait de 3,6 % en 2000 et 3,4 en 2001.*

## SOMMAIRE

Présentation générale	9
Taux d'intérêt, taux de change : assurance tous risques ?	16
Commerce mondial : le dynamisme retrouvé	21
L'OPEP réouvre ses vannes	27
États-Unis : 2000, l'année test	32
Japon : la reprise malgré tout	40
Asie : reprise sur fond d'ajustement	46
Reprise fragile en Amérique latine	51
Russie et PECO : le rebond	57
Royaume-Uni : croissance de croisière	61
Zone euro : <i>europhorie</i>	71
Allemagne : une croissance tant attendue	90
Italie : rattrapage jubilatoire	99
ANNEXE: boucle prix-salaire et NAIRU aux États-Unis	106

Au début du printemps 2000, les perspectives de croissance sont extrêmement favorables dans la quasi-totalité des zones de l'économie mondiale. Après une croissance de 2,5 % en 1998 et de 3,2 % en 1999, la croissance mondiale pourrait être de 4,2 % en 2000 et 3,9 % en 2001 (tableau 1). Cette vigueur résulte de la conjonction de la poursuite d'une forte expansion aux États-Unis, d'une nette reprise dans la zone euro, après le « trou d'air » du début 1999, de la rapide sortie de récession au Royaume-Uni, du dynamisme retrouvé des pays émergents d'Asie et des économies en transition, enfin d'un certain rebond en Russie et en Amérique latine. A l'échelle mondiale, demeurent quelques exceptions, la plus notable étant celle du Japon où la relance publique n'a pas encore réussi à enclencher un net dynamisme de la demande privée.

La croissance est fortement impulsée par le secteur industriel, qui a retrouvé un fort dynamisme en 1999, et par l'investissement productif. Sur une base 100 en 1995, celui-ci se situerait en 2000 à 159 aux États-Unis, 151 au Royaume-Uni, 126 dans la zone euro et 99 au Japon. Les nouvelles technologies jouent un rôle important dans le dynamisme des économies occidentales, tout particulièrement aux États-Unis.

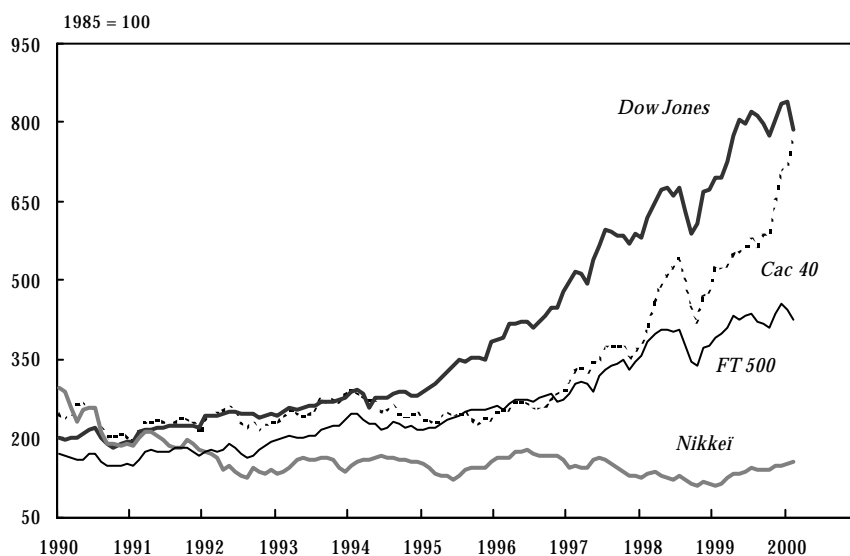
Aux **États-Unis**, leurs effets passent par trois canaux. Les entreprises américaines ont repris la tête de l'innovation technologique dans les secteurs porteurs (nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC, biotechnologies). L'essor de la Bourse permet une relance de la demande, par hausse de la consommation, relance vertueuse puisque s'effectuant sans hausse du déficit public ou des coûts des entreprises. Enfin, les gains de productivité et la modération salariale augmentent le niveau de la croissance potentielle et permettent que la croissance se poursuive, sans se heurter jusqu'à présent à une barrière inflationniste. Reste que la Nouvelle économie n'a pas tué le cycle, de sorte que trois défis guettent l'économie américaine. Il lui faudra gérer une phase délicate de ralentissement économique puisqu'une croissance à un rythme de 4 % l'an n'est pas extrapolable. Ce ralentissement devrait intervenir au second semestre 2000. Nous avons retenu un scénario d'atterrissage en douceur où l'habileté du pilotage des autorités monétaires permettrait de freiner suffisamment la croissance pour ralentir l'inflation, sans provoquer une chute de la Bourse, du dollar et de l'activité.

Les Bourses mondiales, en particulier la Bourse américaine, ont atteint des niveaux sans précédent (graphique 1) qui aboutissent à des ratios profit/cours boursiers extrêmement faibles pour l'ensemble de la Bourse, et tout particulièrement pour les valeurs liées aux nouvelles technologies. Certes, la croissance de la Bourse a pu s'expliquer par la baisse des taux d'intérêt, l'amélioration du profit des entreprises, le besoin d'épargne des *baby-boomers* anglo-saxons, le développement de la gestion collective qui, par la diversification des portefeuilles, permet de réduire la prime de risque attachée à chaque action, enfin par les

perspectives de croissance plus favorables aux États-Unis et à un moindre degré en Europe. Reste qu'à ces niveaux de cours, la rentabilité future des actifs ne peut être que très faible. La rentabilité passée, fondée sur les plus-values boursières, ne peut pas se prolonger indéfiniment, sauf à réduire continuellement le ratio profit/cours. Un scénario où les marchés accepteraient durablement un bas taux de rendement est peu probable ; le krach semble inévitable, même si sa date est difficilement prévisible. Il demeure comme une épée de Damoclès au-dessus de l'exubérance actuelle du capitalisme financier.

De même, l'insoutenable déficit extérieur américain, qui atteindrait 4,2 % du PIB en 2000, devra être résorbé. La révision à la baisse des perspectives boursières américaines devrait en être l'occasion, en privant les États-Unis de l'afflux de capitaux étrangers et en précipitant la baisse du dollar. Le paradoxe aujourd'hui est que les marchés déclarent attendre une hausse de l'euro de l'ordre de 12,5 % en un an ; compte tenu d'un différentiel d'intérêt de 2,5 points, ils devraient attribuer une rentabilité supérieure de 10 points aux actifs libellés en euros relativement ceux libellés en dollars, ce qui devrait induire une remontée immédiate de l'euro. Relancée par la révision en hausse des perspectives de croissance américaine, la méfiance des marchés financiers vis-à-vis de l'euro s'auto-valide en perdurant. Reste que la baisse de l'euro a été une bonne nouvelle des deux côtés de l'Atlantique, permettant une réduction de l'inflation là où elle était menaçante et une croissance plus vigoureuse là où elle était nécessaire.

### 1. Indices boursiers



Source : Financial Times.

### 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume		
		1999	2000	2001
Allemagne	5,2	1,4	3,1	3,0
France	4,0	2,7	4,2	3,8
Italie	3,7	1,4	2,8	3,1
Espagne	1,9	3,7	4,2	3,9
Pays-Bas	1,0	3,5	3,6	3,2
Belgique	0,7	2,4	4,1	3,1
Autriche	0,5	2,3	3,0	2,7
Finlande	0,3	3,5	4,5	4,0
Portugal	0,4	2,8	3,7	3,4
Irlande	0,2	8,1	8,0	7,1
<b>Zone euro</b>	<b>17,9</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>
Royaume-Uni	3,5	2,0	3,1	2,6
Suède	0,6	3,5	3,8	3,0
Danemark	0,4	1,2	2,1	2,1
Grèce	0,4	3,7	3,9	4,1
<b>Union européenne</b>	<b>22,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>
Suisse	0,6	1,6	2,0	2,1
Norvège	0,3	0,8	1,3	2,3
<b>Europe</b>	<b>23,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>
Etats-Unis	22,7	4,1	4,3	3,1
Japon	9,1	0,3	2,1	1,3
Canada	2,0	4,2	3,9	3,0
<b>Pays industriels</b>	<b>57,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>
NPI d'Asie	2,9	7,1	6,3	5,8
Autres pays d'Asie	20,2	5,5	6,4	6,6
Amérique latine	6,2	0,7	3,8	4,3
Russie	2,2	3,2	3,2	3,3
PECO	2,5	0,6	3,3	4,0
Afrique	4,1	3,1	5,0	5,0
Moyen-Orient <sup>2</sup>	4,5	1,8	3,1	3,0
<b>Monde</b>	<b>100,0</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>

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.

Dans la zone euro, après le « trou d'air » induit par la crise asiatique et ses conséquences, la croissance bénéficie de la conjonction de facteurs favorables : taux d'intérêt relativement bas, politique budgétaire légèrement expansionniste, bonne situation financière des entreprises, bas niveau de l'euro. L'amélioration enregistrée dans le domaine de l'emploi a renforcé la confiance des ménages. La confiance des industriels s'est améliorée de façon importante depuis la mi-1999. L'Italie et l'Allemagne, qui étaient d'abord restés à l'écart de la reprise, semblent y participer en fin d'année 1999, profitant en particulier de la reprise du commerce intra-zone, notamment de biens d'équipement. Au total, la croissance serait particulièrement vive de la mi-1999 à la mi-2000, à un rythme de 4 % l'an. L'Europe pourrait certes bénéficier de l'effet Nouvelle économie, mais avec une intensité plus faible que les États-Unis. En particulier, une hausse de la Bourse n'aura pas un impact aussi fort sur la consommation des ménages. Mais les nouvelles technologies contribueraient à relancer fortement le taux d'investissement en Europe. Le taux de chômage de la zone euro est passé de 11,6 % en 1997 à 9,6 % en janvier 2000 et devrait se situer à 8,2 % à la fin 2001. Toutefois, seuls les Pays-Bas et l'Autriche peuvent être considérés comme sortis d'une situation de chômage de masse. La grande incertitude est de savoir si le chômage va pouvoir continuer à se réduire en Europe, sans se heurter rapidement à une barrière de taux de chômage d'équilibre. Certains, qui le situent entre 8 ou 9 %, estiment que cet obstacle est inéluctable, faute d'une réforme en profondeur des marchés du travail vers plus de flexibilité. Mais rien jusqu'à présent ne conforte cette thèse. Les tensions inflationnistes sont très faibles, une fois défalqué l'effet-pétrole. Les salaires augmentent nettement moins vite que la productivité du travail (tableau 2).

## 2. Taux de chômage et salaires dans l'UE

	Taux de chômage <sup>1</sup>	Inflation <sup>2</sup>	Salaires <sup>2</sup>	Salaires réels <sup>2</sup>
Autriche	4,2	1,4	2,0	0,6
Belgique	8,7	2,0	2,9	0,9
France	10,3	1,4	2,7	1,3
Allemagne	8,9	1,8	2,7	0,9
Italie	11,1	2,4	2,0	- 0,4
Pays-Bas	2,7	2,0	2,8	0,8
Espagne	14,9	3,0	2,2	- 0,8
<b>UE11</b>	<b>9,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>0,4</b>
Danemark	4,1	3,0	4,1	1,1
Royaume-Uni	5,9	2,0	6,2	4,2
Suède	6,5	1,3	2,1	0,8

1. Taux de chômage standardisés, décembre 1999 sauf Italie, octobre.

2. Glissement en % fin 1999.

Sources : Eurostat, OCDE.



Une croissance plus vigoureuse se traduirait automatiquement par un appel de travailleurs sur le marché du travail (jeunes intégrant plus rapidement la vie active, baisse des préretraites). Elle provoquerait une hausse de la croissance de la productivité du travail : elle permettrait une baisse des cotisations employeurs ; ces deux facteurs contribueraient à faire baisser le taux de chômage d'équilibre. Le risque n'est donc pas tant dans cette barrière que dans le fait que, l'anticipant trop rapidement, la BCE ou les marchés pourraient augmenter de façon précoce et excessive les taux d'intérêt.

Le Royaume-Uni est paradoxalement peut-être sorti trop tôt de la récession. Proche du plein-emploi, il connaît de fortes hausses de salaires, qui ont justifié des hausses de taux d'intérêt par la Banque centrale. La livre, surévaluée par rapport à l'euro, place l'industrie dans une situation de compétitivité dégradée. Toutefois, son nouveau dynamisme, impulsé lui aussi par la bonne santé de la Bourse et par un bon positionnement dans les nouvelles technologies, lui permet de maintenir une croissance satisfaisante.

L'économie japonaise est soumise à des influences contradictoires. Située au cœur d'une zone dynamique, elle bénéficie de marchés extérieurs en forte expansion ; en sens inverse, la remontée du yen (24 % par rapport au dollar de la moyenne 1998 au premier trimestre 2000) nuit fortement à sa compétitivité. La politique budgétaire a vigoureusement impulsé l'activité au premier semestre 1999 ; mais celle-ci s'est repliée au second malgré l'essor de l'investissement privé. Les enquêtes de conjoncture auprès des industriels semblent pourtant favorablement orientées. La consommation des ménages reste atone, en situation de montée du chômage et de salaires stagnants. La Bourse s'est fortement redressée en 1999. Il ne semble pas toutefois que le dynamisme du secteur privé soit suffisant pour résister à la pression dépressive que représentera la restauration des finances publiques après 2000.

Les pays émergents d'Asie retrouvent une croissance vigoureuse, effaçant progressivement les effets du recul de 1998. Tout se passe comme si l'exubérance financière d'avant la crise et la crise elle-même n'étaient qu'une bulle, épiphénomène venu se greffer sur une croissance industrielle solide. Pour autant, tous les problèmes ne sont pas résolus. Les restructurations bancaires continuent de peser sur les finances publiques et sur le financement de la croissance. A l'Est, la Pologne et la Hongrie connaissent à nouveau une croissance satisfaisante, tandis que la République tchèque peine à sortir de la récession. La Russie ne s'est pas effondrée, n'a pas sombré dans l'hyperinflation ; son industrie a bénéficié de la dépréciation du rouble ; son PIB a retrouvé son niveau d'avant la crise ; par contre, la situation des ménages reste profondément dégradée.

Outre le risque de krach boursier, on pourrait craindre que la vigueur même de la croissance mondiale soit étouffée par des tensions inflationnistes causées par sa vigueur et sa généralité. Mais les tensions sur les prix du pétrole semblent s'atténuer. Le cours du Brent, qui avait chuté de 19 dollars fin 1997 à 11 dollars début 1999, était monté jusqu'à 32 dollars début mars. Compte tenu des accords au sein des pays producteurs, il devrait se situer aux alentours de 23 dollars au second trimestre. Ceci devrait atténuer les tensions inflationnistes induites par sa hausse passée. De même, le prix relatif des matières premières industrielles devrait s'accroître. Au total ces mouvements ne devraient guère remettre en cause le bas niveau d'inflation des pays industrialisés.

Les politiques monétaires étaient très accommodantes début 1999, après la crise asiatique. Devant la vigueur de la croissance, craignant de laisser se développer une hausse excessive de la Bourse, la Fed a progressivement remonté son taux directeur de 4,75 à 6 %, sans vraiment entamer la croissance ; en même temps, les taux longs passaient de 5 à 6,4 % ; la hausse des taux courts devrait se poursuivre, tant que la croissance n'est pas assagie. Le taux britannique a, lui aussi, été ramené à 6 %. La Banque centrale semble juger que l'inflation n'est pas encore suffisamment éradiquée ; en même temps, la livre apparaît surévaluée. Le Japon maintient une politique monétaire de très bas taux de court terme et ne devrait guère s'en écarter. La Banque centrale européenne (BCE) qui avait baissé son taux directeur à 2,5 % en avril 1999, l'a progressivement remonté jusqu'à 3,5 %. Il aurait été souhaitable que la BCE évite toute hausse tant qu'aucune menace sérieuse d'inflation ou de contraintes d'offre n'apparaît. Mais elle a craint l'impact de la baisse de l'euro, s'est inquiétée de la légère hausse d'inflation et a tenu compte des bonnes perspectives d'activité. En même temps, les taux longs ont augmenté de 4 à 5,5 %. Tout se passe comme si les marchés anticipaient une forte hausse des taux dans la zone euro alors même que celle-ci ne connaît guère de tensions inflationnistes. Toutefois, si on tient compte des bonnes perspectives de croissance, les politiques monétaires sont globalement expansionnistes en 2000 (tableau 3). Elles laissent la croissance se développer.

### 3. Écart taux d'intérêt — taux de croissance du PIB prévu pour 2000

En point

En mars 2000	Taux court	Taux long
Etats-Unis	-0,9	-0,6
Royaume-Uni	0,4	-0,3
Zone euro	-1,4	0,4
Japon	-0,9	0,9

Source : calculs OFCE.

### 1. Synthèses des prévisions sur la croissance

La croissance a été nettement plus soutenue dans les pays anglo-saxons en 1999, qu'envisagée dans notre prévision de mars 1999 (tableau). Ce surcroît de croissance se prolongerait en 2000 aux États-Unis. Par ailleurs, l'OFCE apparaît, en mars 2000, plus optimiste que le consensus des économistes pour la zone euro en 2000 et 2001. La plupart des prévisionnistes anticipent un atterrissage en douceur aux États-Unis et une poursuite de la stagnation au Japon.

#### Prévisions de l'OFCE, de l'OCDE et du Consensus

	1999			2000				2001		
	OFCE <sup>1</sup>	OFCE <sup>2</sup>	Résultat	OFCE <sup>2</sup>	OCDE <sup>3</sup>	OFCE <sup>4</sup>	CF <sup>4</sup>	OCDE <sup>3</sup>	OFCE <sup>4</sup>	CF <sup>4</sup>
États-Unis	3,5	3,8	4,1	2,6	3,1	4,3	4,3	2,3	3,1	3,1
Japon	0,5	1,0	0,3	1,2	1,4	2,1	0,9	1,2	1,3	1,6
RU	0,9	1,7	2,0	2,8	2,7	3,1	3,2	2,3	2,6	2,7
Zone Euro	2,1	2,1	2,2	3,1	2,8	3,6	3,1	2,8	3,3	3,0
Allemagne	1,4	1,3	1,4	2,8	2,3	3,1	2,8	2,5	3,0	2,8
France	2,7	2,6	2,7	3,5	3,0	4,3	3,5	2,9	3,8	3,1
Italie	1,6	1,2	1,4	2,6	2,4	2,8	2,6	2,7	3,1	2,7

1. Mars 1999.

2. Octobre 1999.

3. Décembre 1999.

4. Mars 2000.

Sources : OFCE, Consensus Forecasts, OCDE.

## Taux d'intérêt, taux de change : assurance tous risques ?

Face à la volatilité de plus en plus perceptible des marchés boursiers et des changes, les politiques monétaires américaine et européenne ont clarifié leur orientation en renforçant leur caractère de prévention modérée. Les taux longs témoignent de la confiance des marchés en l'efficacité des politiques conduites. Les signaux macroéconomiques ne faisant plus douter de la vigueur de la croissance de part et d'autre de l'Atlantique, les Banques centrales ont gommé au cours du second semestre 1999 les largesses qu'elles avaient accordées au premier, et conduisent au début 2000 les taux à des niveaux où ils mordront davantage sur l'activité.

Le 21 mars, la Fed a augmenté ses taux pour la cinquième fois depuis le mois de juin, amenant le rendement des fonds fédéraux à 1,25 point au dessus de son point bas de la mi-1999 et un demi-point au dessus des niveaux qui prévalaient avant les turbulences financières de l'été 1998. Les marchés anticipent encore un demi-point de hausse supplémentaire des taux directs en cours d'année 2000. Or, à en juger par la règle monétaire usuelle aux États-Unis, les taux atteints aujourd'hui ont déjà un caractère préventif et vont au-delà de ce que requiert l'état des tensions sur l'offre. Mais si la Fed reste calée sur ses comportements habituels, avec un taux réel d'équilibre voisin de 2,25 %, les risques de sur-ajustement sont grands. L'incertitude porte en effet aujourd'hui sur ce qui doit être retenu comme sentier de croissance soutenable à long terme, ce dernier servant de référence à la détermination des taux d'équilibre. La Fed doit démontrer rapidement sa capacité à ramener la croissance à un rythme compatible avec le potentiel. Sur ce terrain, le président de la Fed admet une rupture et semble jouer la prudence. Si à court terme, l'accélération du potentiel diffère les tensions inflationnistes, les faibles rendements obligataires combinés à de forts gains de productivité encouragent la bulle sur les marchés d'actifs et affaiblissent l'efficacité de la politique monétaire. Alan Greenspan s'est, par le passé, exprimé de façon récurrente sur le caractère déséquilibrant des effets richesse et, plus récemment, sur l'accélération du potentiel de croissance liée aux nouvelles technologies. Il a relié les deux phénomènes : l'accélération de la productivité ne justifie pas les cours boursiers actuels et constitue plutôt un facteur de bulle. Traduit en terme de règle monétaire, cela peut impliquer que le taux d'intérêt réel d'équilibre doit être rehaussé d'un demi à un point pour tenir compte du nouveau régime de croissance.

Cette volonté affichée par la Fed de « garder la main » a plutôt joué en faveur d'une détente des taux longs qui, pour ceux à 10 ans, voisinaient 6 % fin mars après avoir dépassé 6,5 % en début d'année (tableau 4).

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

	Trimestres												Années			
	1999				2000				2001				1999	2000	2001	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change <sup>1</sup>																
1 euro = ... \$	1,12	1,06	1,05	1,04	0,99	0,96	0,95	0,97	1,02	1,04	1,06	1,10	1,07	0,97	1,06	1,06
1 \$ = ... yens	116	121	119	104	108	110	110	107	105	105	105	105	105	114	109	105
1 £ = ... euro	1,46	1,52	1,53	1,57	1,63	1,67	1,68	1,65	1,57	1,54	1,51	1,45	1,52	1,66	1,52	1,52
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, en % <sup>1</sup>																
Etats-Unis	4,9	5,0	5,4	6,1	6,0	6,3	6,5	6,7	6,7	6,7	6,5	6,5	6,5	5,3	6,4	6,6
Japon	0,5	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,5	0,5	0,7	1,0	1,0	1,0	0,2	0,2	0,8
Zone euro	3,1	2,6	2,7	3,4	3,4	3,7	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9	4,9	4,9	3,0	3,9	4,7
Royaume-Uni	5,5	5,2	5,2	5,9	6,1	6,4	6,6	6,6	6,6	6,5	6,3	6,3	6,3	5,4	6,4	6,4
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, en % <sup>1</sup>																
Etats-Unis	5,0	5,5	5,9	6,1	6,4	6,5	6,6	6,7	6,3	6,3	6,2	6,0	6,0	5,6	6,6	6,2
Japon	2,0	1,4	1,6	1,7	1,7	1,7	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,7	1,8	2,0
Zone euro	3,9	4,1	4,9	5,2	5,5	5,7	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	4,5	5,8	6,1
Royaume-Uni	4,8	4,5	4,9	5,5	5,5	5,8	6,0	6,0	6,0	6,0	5,8	5,8	5,8	4,9	5,8	5,9
Prix du pétrole, Brent, en \$ <sup>1</sup>	11,3	15,5	20,7	24,0	27,8	23,5	21,5	21,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	17,9	23,4	20,0
Cours des matières premières industrielles <sup>2</sup>	0,2	0,8	4,6	2,3	4,0	4,0	3,0	3,0	3,0	2,0	2,0	2,0	2,0	-2,1	14,2	11,1

1. Moyenne sur la période.

2. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôt au Japon, EURIBOR pour la zone euro, interbancaire au Royaume-Uni. Taux long : TBond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, 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 HWYWA (Hambourg). Prévisions OFCE.

L'inversion de la courbe des rendements sur les échéances longues de la courbe des taux n'en a été que renforcée. Si elle relève, pour une large part, de l'annonce du désendettement public, elle traduit aussi la confiance des investisseurs sur le caractère préventif de la politique de la Fed. Pour l'heure, la politique de la Banque centrale rencontre le consensus des marchés, chacun se retrouvant sur l'intérêt conjoint d'éviter un ajustement brutal et déstabilisateur des cours boursiers. Il ne serait donc pas surprenant que l'inversion de la courbe des rendements soit d'une durée inhabituellement longue. Une hausse transitoire des taux courts est sûrement moins déstabilisatrice pour les marchés boursiers qu'un dérapage des taux à long terme.

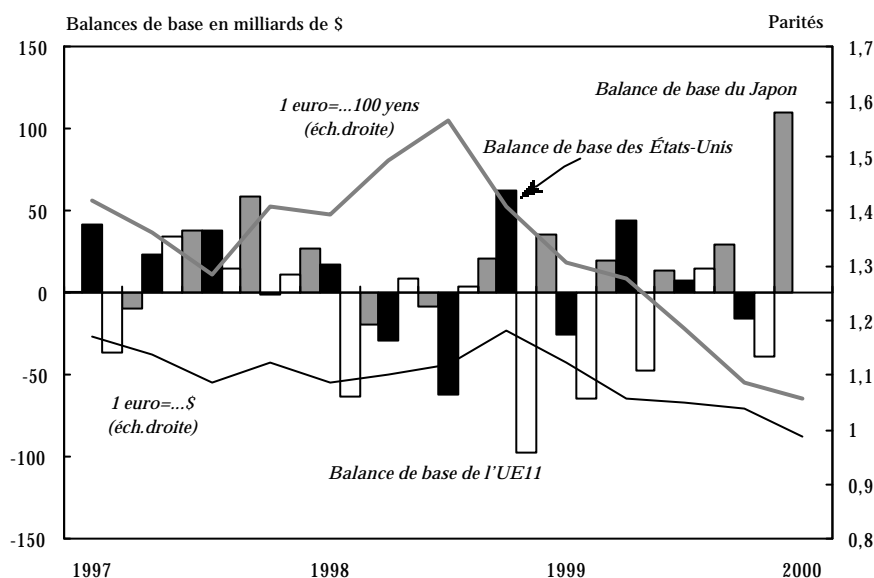
En Europe, le tournant vers une politique plus restrictive a été opéré plus tardivement, à partir de novembre 1999. Le taux principal des opérations de refinancement a été majoré de 1 point en trois étapes entre son point bas de novembre 1999 et la fin mars 2000. Comme aux États-Unis, celui-ci revient à un demi-point de pourcentage au-dessus du niveau prévalant avant le trou d'activité du début d'année.

Que la parité euro/dollar ait renoué en début d'année 2000 avec ses niveaux de pré-crise paraissait peu surprenant. La forte dépréciation de l'euro par la suite était plus inattendue. La vigueur du dollar tient pour une grande part à la révision des perspectives de croissance outre-Atlantique. Tout au long de 1998, mais surtout après la crise russe, un large consensus s'était dégagé pour situer la fin du cycle de croissance américain au tournant 1999-2000. Depuis, la perspective d'une croissance forte prolongée et sans inflation a gagné du terrain. La confiance affichée par les marchés obligataires en témoigne. Dès lors le rattrapage conjoncturel européen est bien moins perceptible que prévu.

Néanmoins, cet argument ne peut expliquer à lui seul l'ampleur de la dépréciation de l'euro, aussi bien vis-à-vis du dollar que du yen. Les scénarios de croissance sont pour l'heure davantage décalés que remis en cause. L'examen des balances de base américaine, japonaise et de la zone euro, suggère pourtant que la dépréciation de l'euro repose sur des facteurs plus fondamentaux (graphique 2). Le creusement de la balance des paiements américaine paraît devoir jouer en défaveur du dollar. L'excédent européen s'est pour sa part érodé plus rapidement que l'excédent japonais mais demeure nettement positif. Par contre, la prise en compte des flux de capitaux à long terme modère largement ces constats. En 1999, la balance des paiements de la zone euro a été excédentaire de 43 milliards d'euros. Simultanément la balance des flux d'investissement directs a dégagé un déficit de 147 milliards, et celle des flux de portefeuille de 21 milliards. Aux États-Unis, le déficit courant s'est établi à 338 milliards de dollars. Dans le même temps, la balance des investissements directs a dégagé un excédent de plus de 130 milliards, tandis que les flux de portefeuille se soldaient par un excédent de 218 milliards, entièrement imputable à l'attrait des investisseurs privés pour

les titres émis par le secteur privé. Au Japon, l'excédent courant (107 milliards de dollars) n'a pratiquement pas été entamé par les sorties nettes de capitaux liées aux opérations de portefeuille et d'investissement direct. Cette dernière composante accuse un déficit de 10 milliards de dollars. Par contre, les achats nets d'obligations étrangères sont plus que compensés par les achats nets d'actions nipponnes par l'étranger (pour plus de 70 milliards de dollars).

## 2. Balance de base et parité euro/dollar, euro /yen



Sources : BCE, Département of Commerce, MOF.

Il semble donc que le mouvement d'internationalisation intense des entreprises européennes induise un effet dépressif sur l'euro. Cette tendance lourde prend à contre-pied le discours qui dominait à la veille de l'Union monétaire, assimilant hâtivement taille et force d'une monnaie. La liquidité accrue et la profondeur des marchés de titre en euros devait en garantir l'attrait. L'avènement de l'euro se produisant après de longues années de rétablissement de la profitabilité des entreprises et d'assainissement financier des États, le phénomène devait être encore renforcé. Plus d'un an après l'unification monétaire il apparaît que les schémas prospectifs concernant la monnaie européenne se sont intéressés de façon asymétrique à la demande plus qu'à l'offre. Or les comportements d'offre d'euros sont largement conditionnés par le retard pris par l'Europe en matière de redéploiement international. Plus qu'un problème de rentabilité, ce dernier traduit les besoins stratégiques des entreprises européennes en matière de recherche de taille, d'acquisition de réseau, et de marque à échelle mondiale. Les années 1960 et 1970

furent dominées par la diversification américaine, les années 1980 par le redéploiement nippon. Il semble que c'est à partir du milieu des années 1990 que s'est engagé l'effort européen, ce dernier n'étant plus handicapé par l'obstacle de la faible profitabilité.

La présente prévision ne retient pas, dès lors, la thèse du surajustement pour justifier la faiblesse de l'euro au début 2000 et prolonge le phénomène tout au long de l'année. Sur le plan conjoncturel, néanmoins, les forces devraient jouer en sa faveur dans les trimestres à venir.

Le potentiel de hausse des taux courts européens est en effet, à ce stade du cycle, bien plus important que celui des taux directeurs américains. Le resserrement devrait se faire de façon graduelle au cours de 2000 et 2001. Au demi-point supplémentaire américain doit être rapporté un point et demi de majoration probable des taux courts européens. L'écart de 2,5 points entre les taux à court terme américains et européens pourrait être ramené à 1,5. Dans le scénario actuel, où l'inflation reste maîtrisée de part et d'autre de l'Atlantique, la convergence des taux longs devrait être renforcée. Cette convergence des taux longs, vers des niveaux voisins de 6 % au début de 2001, marque dans notre scénario le début d'un mouvement d'appréciation de l'euro face au dollar. Elle marque la fin des incertitudes sur le devenir du cycle américain et les perspectives de ressernements ultérieurs. En d'autres termes, la morsure de la politique monétaire américaine sur l'activité, et notamment le crédit aux entreprises, devient effective et affaiblit le mythe d'une croissance économique de 4 % prolongée et sans inflation.

Ce scénario modéré sur les taux longs est largement conditionné par le maintien de l'orientation monétaire au Japon. La vigueur de la reprise japonaise au premier semestre ne paraît pas en mesure de provoquer une inflexion significative de la politique monétaire. La conjoncture devra composer par la suite avec une orientation plus restrictive de la politique budgétaire, la vigueur du crédit privé étant alors capitale pour éviter une rechute brutale de l'activité. Par ailleurs, les taux d'endettement des entreprises privées demeurent à des niveaux historiquement élevés. La faiblesse du coût de l'argent permet pour l'heure de différer un ajustement brutal des ratios d'endettement et de capital des entreprises. Cet ajustement reste à faire, mais ne peut être effectué que de façon graduelle. Par ailleurs, la Banque centrale demeurera aux prises avec une tendance haussière du yen tant que l'excédent courant persistera. La normalisation des taux japonais devrait donc n'être que très lente. Elle est nécessaire pour inciter à une correction graduelle de la suraccumulation, mais dangereuse dans une économie où la reprise privée reste encore très vulnérable.



## Commerce mondial : le dynamisme retrouvé

La reprise du commerce mondial s'est affirmée tout au long de l'année 1999 (tableau 5). La croissance des importations de produits manufacturés a retrouvé au second semestre de 1999 un rythme proche de celui d'avant la crise asiatique de l'été 1997. En moyenne, les importations mondiales ont progressé de 5,8 % en 1999 comme en 1998. Mais alors que 1998 fut une année de décélération du commerce mondial, 1999 a connu une reprise généralisée.

En 1999, les États-Unis ont continué de tirer le commerce mondial, la poursuite d'un rythme de croissance du PIB de l'ordre de 4 % entraînant une augmentation des importations voisine de 12 %. Les importations japonaises ont progressé de plus de 10 % en 1999 en moyenne annuelle ; l'essentiel de la hausse a été concentré au premier trimestre, les importations retrouvant par la suite un rythme plus conforme à celui de la demande intérieure.

Les importations des zones émergentes et en développement se sont redressées progressivement : tout d'abord l'Asie, à la fin de 1998, puis l'Amérique latine et les pays d'Europe de l'Est au second semestre de 1999. Les importations européennes ont recommencé à accélérer au deuxième trimestre de 1999. En fin d'année, les importations avaient retrouvé des rythmes équivalents à ceux du premier semestre de 1997 en Asie et en Europe. Les enquêtes effectuées auprès des industriels européens indiquaient dans la plupart des pays la poursuite de l'amélioration des opinions sur les carnets de commandes étrangères en début d'année (graphique 3). Elles n'avaient pas encore retrouvé les points hauts du second semestre 1997 ou de la fin 1994, mais n'en étaient plus très éloignées.

Après une forte croissance de la mi-1999 à la mi-2000, la progression des importations européennes et américaines ne ralentirait que légèrement, du fait de la bonne tenue des demandes intérieures figurant dans notre prévision. Les importations japonaises seraient freinées par la faible croissance de l'activité intérieure. Au cours de l'année 2000, la reprise de l'activité se confirmerait en Asie (hors Japon), en Amérique latine et dans les pays d'Europe de l'Est, ramenant progressivement les importations de ces pays aux rythmes d'avant l'été 1997. Les importations des pays de l'OPEP seraient en forte progression grâce aux revenus tirés de l'augmentation récente des prix du pétrole. La progression des importations mondiales serait de 10,6 % en 2000 et de 8,5 % en 2001.

## 5. Importations de produits manufacturés (en volume)

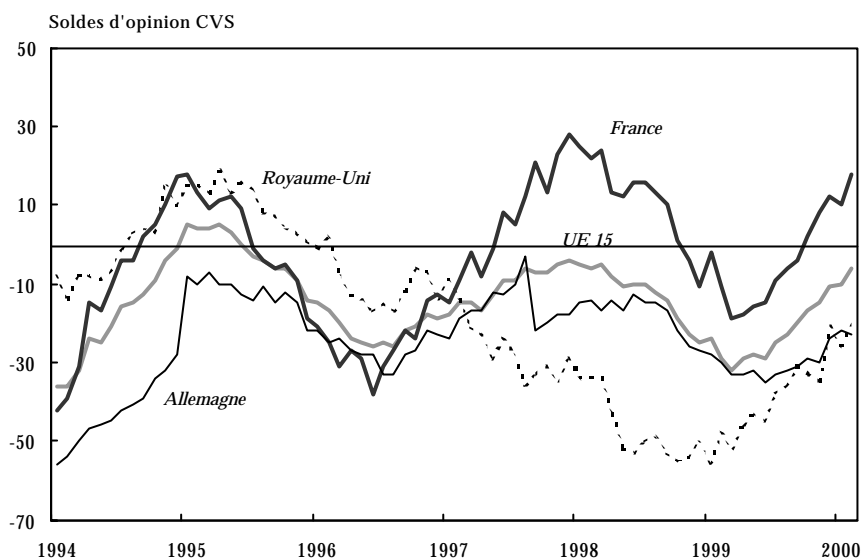
	Part dans le commerce en 1998	Variations par rapport à la période précédente, en %											
		1998		1999		2000		2001		1999		2001	
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2
<b>Monde</b>	<b>100,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>	<b>5,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>5,8</b>	<b>10,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>
<b>Pays industrialisés</b> <sup>1</sup>	<b>79,7</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	<b>5,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>7,6</b>	<b>10,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>
Union européenne	43,9	2,2	0,8	5,5	4,1	4,4	4,1	3,8	3,7	4,7	9,4	7,9	7,9
Etats-Unis	20,4	4,5	6,7	7,6	5,2	5,6	5,2	4,8	4,5	13,2	12,3	9,8	9,8
Japon	5,4	-2,9	11,1	5,4	2,3	6,4	2,3	2,8	3,0	12,4	10,4	5,5	5,5
<b>PED</b> <sup>1</sup>	<b>20,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>4,4</b>	<b>6,3</b>	<b>7,3</b>	<b>6,3</b>	<b>5,4</b>	<b>4,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>13,1</b>	<b>10,9</b>	<b>10,9</b>
Amérique latine <sup>2</sup>	4,9	-3,3	-3,6	5,3	8,2	6,1	8,2	7,6	5,6	-2,6	13,3	15,0	15,0
Asie <sup>2</sup>	8,1	-4,3	3,8	10,5	6,6	8,2	6,6	4,5	4,0	6,8	17,3	10,1	10,1
OPEP	2,3	-7,4	-9,4	-18,8	8,2	18,1	8,2	10,3	5,5	-21,0	10,2	17,7	17,7
Afrique <sup>2</sup>	1,6	-0,3	8,7	4,1	3,5	5,1	3,5	2,0	2,0	-6,9	9,1	4,8	4,8
Moyen-Orient <sup>2</sup>	0,9	-0,8	1,6	4,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	9,4	5,2	4,1	4,1
Europe de l'Est	2,5	-4,2	-5,0	0,9	3,0	2,8	3,0	3,5	3,6	-6,6	4,8	7,0	7,0

1. OCDE hors Corée du Sud, Hongrie, Mexique, Pologne, République tchèque et Turquie. Ces pays sont intégrés dans les zones PED.

2. Hors OPEP.

Source : OCDE, sources nationales, estimations et prévisions OFCE

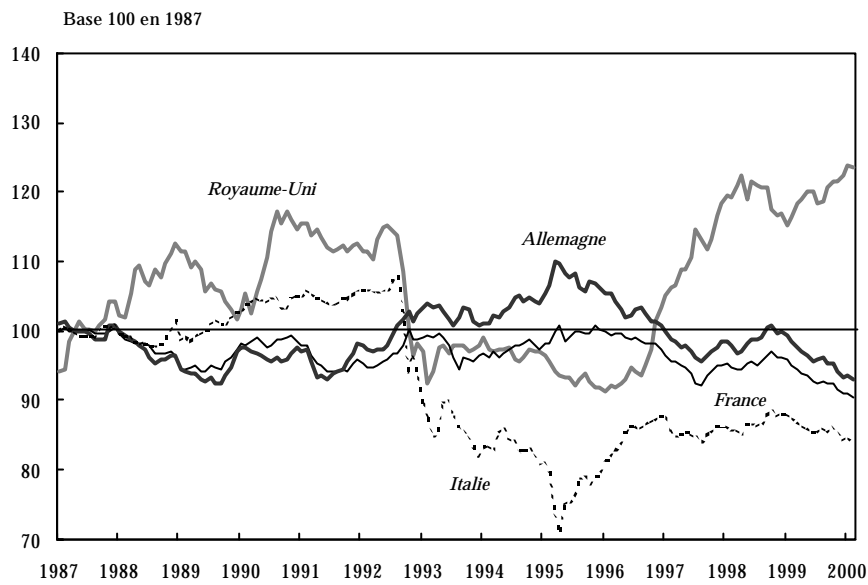
### 3. Opinions des industriels européens sur les carnets de commandes étrangères



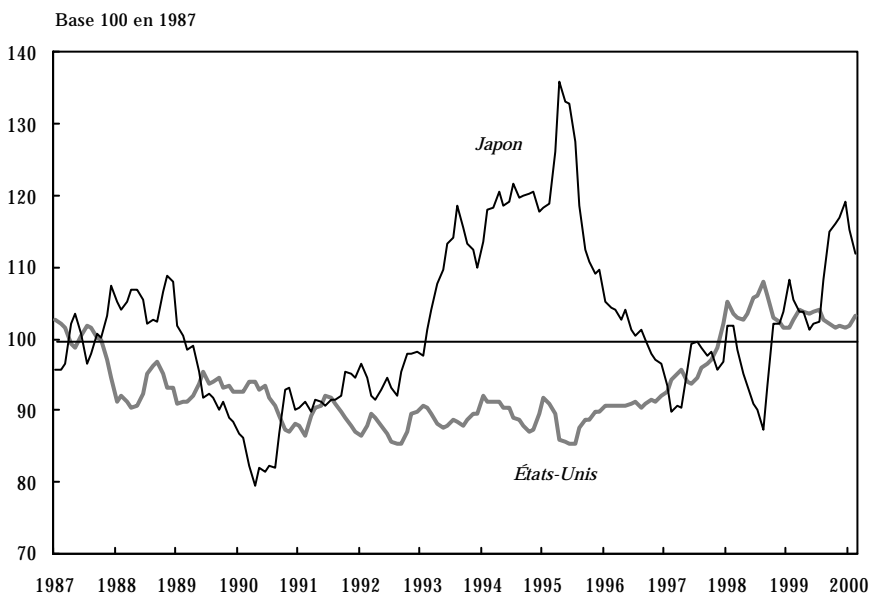
Source : Commission européenne.

Dans la zone euro, l'évolution de la compétitivité a été favorable à la France et à l'Allemagne en 1999, qui ont bénéficié d'une faible inflation et de la dépréciation de l'euro. La baisse des taux de change réels (mesurés en termes de prix à la consommation, graphiques 4a et 4b) donne une illustration des gains de compétitivité-prix qui ont permis aux exportateurs de ces deux pays de gagner des parts de marché (tableau 6). Par contre, les exportateurs italiens ont encore connu des pertes de parts de marché, difficilement explicables par l'évolution du taux de change réel ou par celle des prix de production industrielle (graphique 5). La spécialisation de l'économie italienne, relativement plus orientée vers des biens traditionnels (textile,...), que la France ou l'Allemagne, pourrait expliquer une partie des difficultés des exportateurs italiens lors du ralentissement de croissance du tournant 1998/1999. La généralisation de la reprise dans les pays émergents d'Asie et en Europe, notamment en Allemagne, principal client de l'Italie, soutiendrait les exportations de ce pays. La difficile stabilisation de leur position compétitive ne leur permettrait cependant pas de gains de parts de marché à l'horizon de la prévision. L'appréciation réelle de la livre sterling, depuis le début de 1999, a pesé sur la compétitivité des produits britanniques, qui ont perdu des parts de marché. Ce mouvement devrait se poursuivre en 2000 pour s'atténuer en 2001 avec la remontée de l'euro. La position compétitive des exportateurs français et allemands, et plus largement de la zone euro, deviendrait alors moins favorable.

## 4a. Taux de change réels dans quatre pays de l'Union européenne



## 4b. Taux de change réels des États-Unis et du Japon

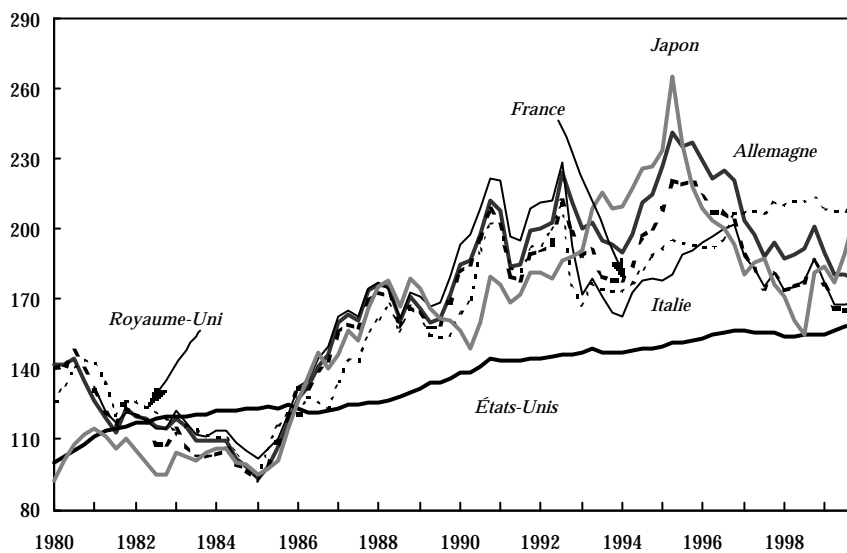


Source : OCDE.

Le Japon, handicapé par l'appréciation du yen depuis la mi-1998, et sa stabilisation à l'horizon 2001 (à 105 yens pour 1 dollar contre 140 à la mi-1998) ne bénéficierait pas pleinement du dynamisme de ses marchés extérieurs (États-Unis, Asie). Les États-Unis stabiliseraient leurs parts de marché, l'appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro en 1999/2000 étant compensée par la dépréciation vis-à-vis du yen.

### 5. Niveaux de prix de production

États-Unis = 100, T1 1980



Sources : OCDE, calculs OFCE.

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

	Variations par rapport à la période précédente, en %											
	1998		1999		2000		2001		1999	2000	2001	
	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1				
France	1,7	0,4	7,3	4,8	4,6	4,2	4,2	4,2	5,0	11,0	8,8	
Dem ande adressée	1,0	0,3	4,2	5,2	4,3	4,1	3,8	3,8	2,9	9,6	8,3	
Allemagne	-2,3	-0,4	6,5	5,2	5,7	4,0	3,5	3,5	1,6	11,6	8,8	
Dem ande adressée	1,4	1,2	4,0	4,8	4,2	3,8	3,5	3,5	3,9	9,0	7,8	
Italie	-2,0	-0,5	4,9	4,2	3,8	3,6	3,5	3,5	0,9	8,7	7,4	
Dem ande adressée	1,0	0,4	4,7	5,3	4,4	4,0	3,8	3,3	3,3	10,1	8,3	
Royaume-Uni	0,0	-1,2	6,6	-0,9	3,2	3,2	3,0	3,0	2,0	4,0	6,4	
Dem ande adressée	0,8	1,1	4,3	5,6	4,4	4,1	3,7	3,7	3,7	10,2	8,3	
Etats-Unis	1,7	-1,0	6,7	4,9	4,4	4,1	3,8	3,8	3,1	10,7	8,4	
Dem ande adressée	-0,4	1,5	4,9	5,6	4,6	4,2	3,7	3,7	3,8	10,6	8,5	
Japon	-3,5	0,8	5,2	4,1	3,1	3,0	3,0	3,0	1,6	8,5	6,2	
Dem ande adressée	0,4	2,8	6,3	6,3	5,3	4,5	4,1	4,1	6,3	12,4	9,4	
Monde	1,1	2,3	5,6	5,2	4,5	4,1	3,9	3,9	5,8	10,6	8,5	

Sources : OCDE, sources nationales, prévisions OFCE.

## L'OPEP réouvre ses vannes...

Les prix du pétrole sont passés de 10 dollars en décembre 1998 à 29,5 dollars en mars 2000, avec un pic à 32 dollars au début du mois. Grâce au relèvement de 1,7 mbj des plafonds de production qui vient d'être autorisé à Vienne entre les pays de l'OPEP, les prix ont amorcé un repli qui devrait se poursuivre tout au long de l'année. Ce revirement traduit l'engagement du marché dans une nouvelle phase : celle d'un rééquilibrage entre l'offre et la demande de pétrole, permettant la résorption progressive des tensions accumulées principalement au cours des deux derniers trimestres.

Après un an d'ajustement, le marché pétrolier était particulièrement tendu au début de l'année 2000. L'accord de mars 1999, venu s'ajouter aux deux accords de 1998 (et qui a fait passer la baisse des quotas de production à 4,32 mbj pour les pays de l'OPEP hors Irak et 0,4 mbj pour trois autres — Mexique, Norvège, Russie) a été largement respecté. Entre avril et décembre 1999, la production de l'OPEP hors Irak a baissé de 1,44 mbj ; elle était alors inférieure de 3,5 mbj à ce qu'elle aurait été en l'absence d'accord.

Simultanément, la demande de pétrole s'est accélérée, soutenue essentiellement par la reprise en Asie (26 % des besoins mondiaux). En 1999, la demande en provenance de cette zone s'est accrue de 4,9 %, après une contraction de 2,1 % en 1998 (dont 7 % en Chine et en Corée du Sud, après 1,7 % et - 15 % respectivement). Par ailleurs, l'Amérique du Nord (environ 30 % des besoins) a maintenu une demande très soutenue.

Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), la production mondiale est devenue inférieure à la demande dès le début de 1999. En moyenne annuelle, elle a baissé de 1,5 mbj par rapport à 1998, pour atteindre 74 mbj tandis que la demande augmentait de 1,2 mbj pour atteindre 75,2 mbj (tableau 7). Le contrôle de l'offre par les pays producteurs a permis d'écouler l'essentiel des stocks accumulés en 1998, dont l'ampleur avait fait chuter les cours du brut.

Alors que l'on pensait que l'excès de stocks serait long à résorber, ceux-ci sont revenus au niveau désiré dès la fin du troisième trimestre. Aussi, dès le dernier trimestre, est-on arrivé à une situation d'insuffisance de l'offre qui s'est traduite par des stocks insuffisants. Déjà traditionnellement élevée à cette période de l'année, la demande de pétrole a été stimulée par un hiver rigoureux aux États-Unis et par des achats anticipés avant le passage à l'an 2000. Elle s'est accélérée de 2,4 mbj sur cette fin de période. Dans le même temps, en dépit d'un certain relâchement des contrôles (le respect des quotas passe de 91 % en juillet à 78 % en décembre), la production de l'OPEP a stagné.

## 7. Équilibre sur le marché du pétrole \*

En millions de barils/jour

		1998	1999	2000	2001
Demande mondiale (1)	AIE	74	75,2	77	
	<i>Prévisions OFCE</i>			<i>77,4</i>	<i>79,6</i>
Demande OCDE	AIE	46,9	47,6	48,4	
Offre non OPEP (2)	AIE	44,7	44,5	45,6	45,6
Production OPEP de GNL (3)	AIE	2,8	2,8	2,9	2,9
Variations de stocks (4)	AIE	1,5	- 1,2		
Demande de pétrole brut adressée à l'OPEP (1) + (4) - (2) - (3)	AIE	28	26,7	28,5	
	<i>Prévisions OFCE</i>			<i>28,9</i>	<i>31,1</i>

\* En italiques : prévisions OFCE.

Sources : AIE, prévisions OFCE.

D'autres facteurs ont pesé sur la production : les travaux de maintenance des plates-formes en Mer du Nord et dans le Golfe du Mexique, les conflits au Nigeria, enfin le désaccord entre l'Irak et l'ONU à propos de la levée des sanctions, qui a conduit à suspendre les exportations irakiennes pendant trois semaines en novembre. Aussi, les stocks ont-ils baissé de 2,7 mbj au quatrième trimestre et ont-ils atteint des niveaux historiquement bas. En décembre, dans l'industrie pétrolière, ils couvraient 51 jours de demande contre 58 jours du début de 1998 au milieu de 1999. Les tensions étaient particulièrement vives sur les produits raffinés, et notamment aux États-Unis.

Les déséquilibres persistent au premier trimestre 2000. Selon l'AIE, la production de l'OPEP hors Irak a augmenté de 0,3 mbj en moyenne en janvier et février par rapport au dernier trimestre 1999, témoignant d'un moindre respect des quotas. Cette hausse reste insuffisante pour répondre au dynamisme de la demande. Les stocks ont continué de baisser en janvier ; la ponction supplémentaire devrait être de l'ordre de 3,5 mbj durant le trimestre.

Jusqu'à la réunion du 27 mars, les pays producteurs ont entretenu l'incertitude sur le devenir de l'accord de 1999 arrivant à échéance fin mars de cette année. En février dernier, le Conseil de coopération du Golfe se déclarait encore favorable au report des quotas en septembre prochain. Leurs arguments étaient que :

— La hausse des prix du pétrole en 1999 n'avait pas donné lieu à un choc inflationniste dans les pays consommateurs. Ceux-ci pouvaient donc supporter encore quelques mois de prix élevés ;

— Les pays producteurs n'avaient pas encore compensé les pertes subies en 1998, à la fois en recettes d'exportations et en rentrées fiscales. En Arabie Saoudite, par exemple, le solde courant était passé d'une situation équilibrée en 1996 et 1997 à un déficit de 10 % du PIB en 1998 et 3 % du PIB l'année dernière ;



— Enfin, les tensions devraient être moins fortes au deuxième trimestre du fait du repli saisonnier de la demande. Cet argument n'est cependant pas complètement justifié : le repli est insuffisant pour rejoindre l'offre (au cours des deux prochains trimestres, les besoins non satisfaits seraient de 0,7 mbj et 2 mbj, à production inchangée) et est compensé habituellement par un stockage saisonnier.

Plus fondamentalement, les positions des pays dépendent essentiellement de leurs aptitudes respectives à tirer parti d'une baisse des prix. Le dernier rapport de l'AIE souligne que certains pays ont une marge de manœuvre réduite pour augmenter leur production et compenser la baisse des prix par une relance des exportations (tableau 8). C'est le cas notamment de l'Iran, de la Libye, du Qatar ou de l'Algérie, qui fonctionnent aujourd'hui à pleine capacité. A l'inverse, l'Arabie saoudite et le Koweït peuvent accroître durablement leur production de 3 mbj et 0,8 mbj respectivement. La concentration des capacités de production disponibles dans un petit nombre de pays explique en grande partie les divergences de positions.

#### 8. Capacités de production de l'OPEP

En millions de barils/jour

	Capacités de production	Production en février 2000	Capacités disponibles
Arabie Saoudite	10,8	7,8	3,0
Iran	3,7	3,4	0,3
EAU	2,5	2,1	0,4
Koweït	2,7	1,9	0,8
Qatar	0,7	0,7	0,0
Nigeria	2,2	2,0	0,2
Libye	1,5	1,4	0,1
Algérie	1,0	0,7	0,2
Venezuela	3,0	2,8	0,2
Indonésie	1,4	1,2	0,1
<b>OPEP à 10</b>	<b>29,3</b>	<b>24,1</b>	<b>5,3</b>
Irak	2,8	2,6	0,2
<b>OPEP</b>	<b>32,1</b>	<b>26,6</b>	<b>5,4</b>

Source : AIE.

Face au risque d'un troisième choc pétrolier, c'est-à-dire d'un maintien durable des prix à des niveaux supérieurs à 30 dollars le baril, les États-Unis, qui sont actuellement dans une situation plus tendue qu'en Europe, se sont mobilisés. La visite fin février d'un émissaire américain dans les principaux pays producteurs n'a pourtant pas permis de dégager un consensus entre pays producteurs. Depuis plusieurs mois, certains pays étaient pourtant favorables à une reprise rapide de la production et au retour des prix vers des niveaux moins élevés. Le Mexique, soucieux de préserver son programme de stabilisation macro-économique et de défendre les intérêts de son puissant voisin, voyait

d'un mauvais œil la forte appréciation de sa monnaie et militait en faveur d'un retour à des prix plus bas. De son côté, le Venezuela, confronté à de graves inondations, avait déjà demandé un relèvement de 125 000 bj de son quota pour accroître ses ressources. De même, l'Arabie saoudite et le Koweït très engagés sur le marché américain, étaient favorables à un retour des prix à la normale.

La réunion du 2 mars, préparatoire à celle des 27 mars, avait souligné ces divergences d'opinions et la difficulté d'arriver à un consensus. L'éventualité d'un relèvement de 1 mbj des quotas, soit le montant du dépassement des quotas observé depuis plusieurs mois, apparaissait insuffisante. Dès lors, ces anticipations avaient nourri une hausse des prix à 32 dollars le 7 mars dernier. Puis la situation a évolué, l'Iran ayant adopté à la mi-mars une position plus souple. Ce revirement s'était traduit par un regain d'optimisme sur les marchés et par la détente des cours. En une semaine, le prix du Brent avait perdu 5 dollars.

Confirmant les attentes des marchés, l'accord des 27 et 28 mars derniers, auquel n'a pas voulu s'associer l'Iran, conduit au relèvement de 1,7 mbj des plafonds de production. Ce relèvement est plutôt significatif puisqu'il permet d'accroître la production effective de 0,7 mbj dès avril et donc de favoriser un rééquilibrage du marché. Après un premier trimestre à 27,8 dollars le baril en moyenne, les prix pourraient avoisiner 23,5 dollars au deuxième trimestre et 21,5 dollars le suivant.

La détente du marché devrait être facilitée par l'arrivée sur le marché de nouveaux producteurs hors OPEP. L'AIE prévoit une hausse de 0,8 mbj au dernier trimestre 2000 et l'on peut s'attendre à la poursuite du mouvement en 2001. Les investissements récents aux États-Unis, en Europe de l'Est et dans d'autres pays, ou la remise en exploitation de certains puits, devraient bientôt accroître la production.

Dans ces conditions, l'accroissement de 2,2 mbj des besoins de pétrole en 2001, associé à une croissance économique mondiale de 3,9 %, devrait être couvert sans problème par la production de pétrole. La reconstitution des stocks devrait être bien avancée. Les prix pourraient donc revenir vers des niveaux voisins de 20 dollars le baril en 2001.

## Reprise du prix des matières premières hors pétrole

Après une année 1998 de forte baisse, l'indice global du prix des matières premières hors énergie s'est stabilisé en 1999. En décembre dernier, il a augmenté de 2,9 % sur un an. Cette faible évolution masque des évolutions divergentes. Ainsi, les prix des matières premières alimentaires restent très déprimés, frappés par un déséquilibre persistant sur le marché. En décembre dernier, l'indice de Hambourg avait baissé de 13,8 % sur un an. L'importance des stocks mondiaux continue de peser sur les cours, et les perspectives pour 2000 et 2001 restent mal orientées. A l'inverse, les matières premières industrielles, après certaines coupes de production, ont bénéficié en 1999 d'une demande vigoureuse, soutenue par les États-Unis, l'Europe et surtout la reprise asiatique. Le retournement de l'indice global vers le milieu de l'année passée devrait être confirmé dans les deux années à venir sous l'effet d'une demande mondiale qui restera soutenue. Au total, l'indice devrait croître de 14 % en 2000 et 10 % en 2001.

## États-Unis : 2000, l'année test

En mars 2000, l'économie américaine est entrée dans sa dixième année de croissance. En février, le cycle actuel a dépassé le record de longévité du cycle des années 1960, soit 106 mois de croissance ininterrompue (du creux de février 1961 au pic de décembre 1969). Compte tenu de l'orientation actuelle des indicateurs conjoncturels, ce record sera largement dépassé. La performance actuelle est d'autant plus impressionnante que les années récentes ne manifestent aucun signe d'essoufflement, contrairement au schéma cyclique habituel (tableau 9). La dernière révision des comptes nationaux a rehaussé de 0,3 point de pourcentage le taux de croissance moyen sur la période 1977-1992 (soit 2,9 %) et de 0,4 point de pourcentage sur la période 1992-1998 (soit 3,6 %) <sup>1</sup>. Le taux de croissance annuel moyen est ainsi bien supérieur aux 2,5 % de croissance potentielle jadis retenus. Comment la cohabitation d'une croissance forte, d'une inflation modérée, d'un chômage bas et de tensions salariales quasi-inexistantes peut-elle s'expliquer, surtout après neuf années de croissance ? Dans quelle mesure cette combinaison vertueuse est-elle durable ? Deux analyses sont possibles : soit l'analyse cyclique n'est plus adaptée ; soit la croissance potentielle est supérieure à celle naguère estimée. C'est le cœur du débat sur le *New Age* américain.

Selon la vision la plus extrême (majoritairement adoptée par Wall Street), l'économie américaine est entrée dans une phase de croissance ininterrompue. Les phases de surchauffe inflationniste suivies de réces-

### 9. Comparaison des deux dernières années de croissance de chaque cycle américain

Taux de croissance annuel moyen

	Deux dernières années des cycles précédents		Deux dernières années du cycle le plus récent
	1967 T4-1969 T4	1988 T3-1990 T3	1997 T4-1999 T4
PIB	3,5	2,5	4,4
Taux de chômage <sup>1</sup>	3,5	5,4	4,4
Productivité <sup>2</sup>	1,4	1,0	3,1
Investissement productif	6,0	3,2	9,5
Indice des prix à la consommation (CPI)	5,1	5,1	2,1
Accélération CPI <sup>3</sup>	2,4	1,9	- 0,4

1. En %, moyenne annuelle pour 1968-1969, 1988 T4-1990 T3, et 1998-1999.

2. Productivité horaire du travail dans le secteur non agricole.

3. Différence en points de pourcentage entre le taux d'inflation annuel moyen des deux dernières années et ce même taux sur les deux années précédentes.

Sources : Bureau of Economic Analysis, calculs OFCE.

1. Pour plus de détails sur cette révision, voir BEA, *Survey of Current Business*, numéros d'août à décembre 1999.

sions et d'un chômage élevé font désormais partie du passé, car les limites de la croissance sont indéfiniment repoussées. De multiples arguments sont avancés pour justifier la fin du cycle, mais les preuves empiriques manquent. Sont ainsi cités les efforts de « dégraissage » et de rationalisation réalisés par les entreprises ; les innovations en matière de technologies de l'information ; l'amélioration de la gestion des stocks ; la diminution de la part de l'emploi dans les secteurs producteurs de biens au profit de l'emploi dans les secteurs producteurs de services présumé plus stable ; la déréglementation du secteur financier, des transports routiers et aériens, du téléphone ; la nature plus discrétionnaire des politiques monétaire et budgétaire ; la globalisation. Certains de ces arguments semblent faire l'hypothèse douteuse que les facteurs générateurs de gains de productivité sont également susceptibles de conduire à une plus grande stabilité de l'économie<sup>2</sup>. Selon d'autres, l'économie américaine n'a fait que profiter ces dernières années d'une succession de chocs d'offre positifs mais temporaires. La qualité et la crédibilité du *policy mix* ont également joué un rôle majeur. Aucune rupture de la productivité globale des facteurs n'aurait eu lieu. La majorité des économistes acceptent l'idée que les limites de la croissance ont été effectivement repoussées, mais qu'elles n'en persistent pas moins. Le niveau du PIB potentiel est plus élevé. Mais cette hausse est-elle temporaire ou durable ? Porte-t-elle sur le niveau du PIB potentiel ou également sur son taux de croissance ?

La thèse retenue ici est celle d'un PIB potentiel durablement plus élevé. D'une part, les facteurs cités par ceux qui croient à la fin du cycle, s'ils permettent difficilement de justifier une plus grande stabilité de l'économie, contribuent néanmoins à créer un environnement favorable à la croissance. D'autre part, une troisième révolution industrielle semble en cours. Le progrès technique semble s'installer sur un rythme durablement plus élevé. Les gains de productivité devraient rester soutenus même quand l'augmentation de l'intensité capitaliste s'essoufflera du fait de l'amointrissement de l'effort d'investissement. De 1992 à 1999, les gains de productivité horaire du travail ont été en moyenne de 2,2 % par an dans le secteur marchand et de 4,3 % dans le secteur manufacturier. Malgré la maturité du cycle, ils ont même accéléré au cours des dernières années. De 1996 à 1999, ils ont été respectivement de 2,8 % et de 5,1 %, soit largement supérieurs à leur tendance de long terme (1974-1999) de 1,7 % par an dans le secteur marchand et de 3 % dans le secteur manufacturier<sup>3</sup>. Si l'on retient dorénavant 2,2 % comme tendance de long terme des gains de productivité et 1,2 % comme tendance de croissance de la population active, l'hypothèse

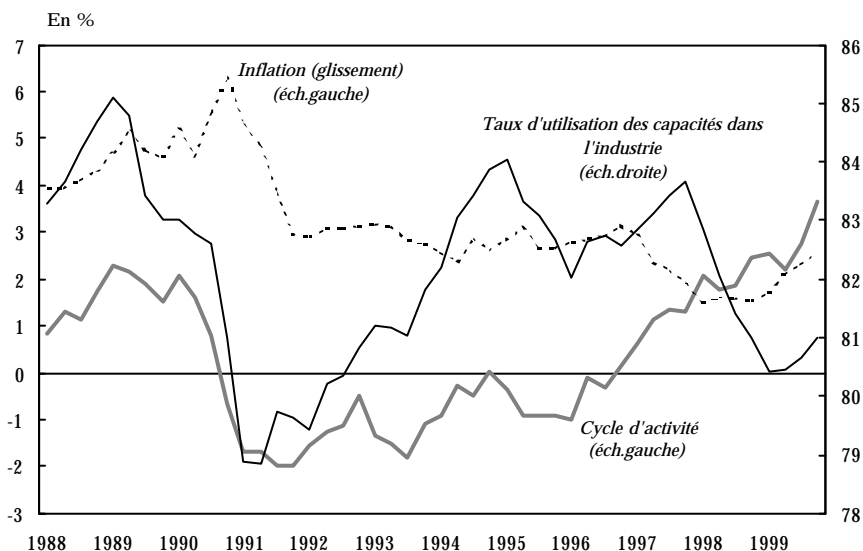
2. Victor Zarnowitz, 1999, « Theory and evidence behind business cycles : are the 1990s the onset of a 'Golden Age' ? », *Journal of Economic Perspectives*, volume 13, numéro 2, printemps.

3. Si on allonge la période de référence à 1961-1999, la croissance des gains de productivité dans le secteur marchand ressort à 2,25 % par an et à 3 % par an dans le secteur manufacturier.

« basse » de taux de croissance potentielle s'établit à 3,4 % (chiffre identique à l'estimation de l'OCDE pour 1999). Une hypothèse « haute » de 4 % est même envisageable si l'on retient comme tendance de long terme des gains de productivité le rythme des quatre dernières années, soit 2,8 %.

La croissance récente de l'économie américaine à un rythme moyen de 4,1 % par an de 1996 à 1999, est quand même supérieure de près d'un point de pourcentage à l'estimation raisonnable du taux de croissance potentielle. Pourtant on ne décèle aucune tension sur les prix et sur l'appareil productif (graphique 6). La crise asiatique au cours de l'été 1997 et ses multiples répercussions, ainsi que l'appréciation du dollar, engagée depuis 1995, ont joué un rôle par le biais de la désinflation importée et en créant un environnement financier favorable aux actifs américains. Le creusement important du déficit commercial et l'effort d'investissement ont également limité les tensions sur l'appareil productif. L'année 1999 a été exempte de chocs, et, en ce début d'année 2000, quelques signes de tensions peuvent être observés.

### 6. Cycle d'activité et tensions aux États-Unis



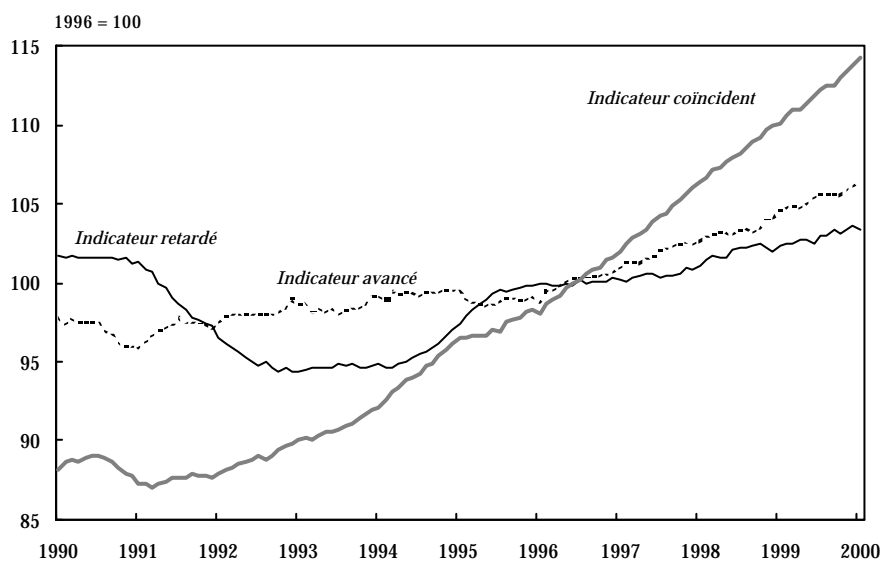
Sources : OCDE, calculs OFCE.

La croissance a été très vigoureuse sur la seconde moitié de l'année 1999 : après 1,9 % au premier semestre, l'activité a crû de 2,5 % au second, soit la plus forte progression semestrielle du cycle actuel. La consommation des ménages et les dépenses publiques ont accéléré leur progression entre le troisième et le quatrième trimestre. La consommation des ménages a d'abord été soutenue par une forte baisse du taux d'épargne entre le deuxième et le troisième trimestre 1999, l'accélération

au quatrième trimestre s'appuyant sur celle du revenu disponible réel. La progression du revenu a été tirée par celle des revenus financiers. Un plus fort mouvement de stockage et la nette décélération des importations de biens et services ont également soutenu la croissance sur la fin de l'année. La contribution de l'investissement productif et des exportations, a été, au contraire, plus importante au troisième trimestre. L'infléchissement du rythme de croissance de l'investissement productif est vraisemblablement le résultat d'un comportement attentiste lié au passage à l'an 2000, alors que le mouvement de stockage révèle un comportement symétrique de précaution. L'investissement résidentiel a un profil heurté, signalant un début d'impact des hausses de taux d'intérêt : pour la première fois depuis un peu moins de trois ans, il s'est contracté au troisième trimestre avant de rebondir légèrement au quatrième.

En moyenne annuelle, la croissance a été de 4,1 % en 1999. Les indicateurs conjoncturels confirment largement cette performance (graphique 7). En 1999, 2,8 millions d'emplois salariés non agricoles ont été créés, après 3,1 en 1997 et 1998. Le rythme mensuel moyen de créations d'emplois est resté élevé sur la seconde moitié de l'année, avec environ 230 000 emplois créés. Décembre 1999 et janvier 2000 ont été très dynamiques (avec respectivement 309 000 et 384 000 emplois créés), grâce à des conditions climatiques clémentes. Février 2000 est en net retrait avec seulement 43 000 emplois créés.

### 7. Ensemble des indicateurs composites aux États-Unis



Source : The Conference Board.

De nombreux indicateurs révèlent un marché du travail tendu : baisse régulière des demandes d'indemnités chômage, augmentation du nombre de départs volontaires, raréfaction de la main-d'œuvre disponible. L'accélération attendue des salaires se dessine ; d'une part, la progression du salaire horaire (dans le secteur privé non agricole) a cessé de décélérer, et d'autre part, l'indice du coût de l'emploi a fortement progressé au quatrième trimestre 1999, poussé par sa composante charges patronales. La production industrielle a retrouvé au quatrième trimestre 1999 son rythme de 1997, d'avant la crise asiatique ; l'année 2000 démarre avec une forte croissance de 1,1 % en janvier et de 0,3 % en février. Le taux d'utilisation des capacités de production est en hausse : en six mois, entre septembre 1999 et février 2000, il a gagné un peu plus d'un point de pourcentage, après en avoir perdu près de trois entre le pic de 83 % de février 1997 et le creux de 80,4 % d'avril 1999. Le taux de croissance des capacités de production ralentit : après avoir crû fin 1998 à un rythme maximum de 6,4 % (en glissement annuel), elles progressent maintenant à un rythme juste inférieur à 4 %, en deçà du taux de croissance de la production industrielle. Les ventes de détail sont également dynamiques sur ce début d'année, soutenues par les ventes d'automobiles.

La baisse continue du ratio stocks/ventes est la seule contribution négative à l'évolution de l'indicateur retardé. Toutes les autres composantes ont légèrement progressé, et principalement les prêts industriels et commerciaux. La baisse régulière de la durée moyenne du chômage renforce l'idée de tensions fortes sur le marché du travail. Le taux de base bancaire augmente progressivement depuis la mi-1999 : à 8,7 %, il n'est plus très loin du niveau maximum atteint début 1995 après la première vague de resserrements de la politique monétaire. Le ratio crédit à la consommation/revenu continue sa progression engagée depuis 1998, mais à un rythme bien moindre. La variation du coût unitaire du travail dans le secteur manufacturier, bien que légèrement positive sur l'ensemble de l'année, est négative sur les mois les plus récents. Enfin, la variation de l'indice de prix des services ne révèle aucune tension inflationniste forte, mais il ne faut pas négliger l'accélération en cours. L'indice de base des prix à la consommation se maintient à 2 % en glissement, mais l'indice total a pris plus d'un point de pourcentage entre le point bas de mars 1998 et janvier 2000. En février, l'inflation a même dépassé les 3 % en glissement, ce qui n'était pas arrivé depuis trois ans. Le déflateur de la consommation a retrouvé fin 1999 un rythme de progression de 2 % en glissement. Mais l'accélération du taux de croissance du déflateur du PIB est moins flagrante. Les signaux de développement de déséquilibres restent donc pour le moment mitigés.

L'indicateur avancé a crû de 2,1 % en 1999, soit la plus forte progression de la décennie. L'indicateur de confiance des ménages s'est complètement remis de sa baisse de 1998, et a atteint en janvier 2000



un niveau historique, avant de s'infléchir en février et en mars. L'indicateur de délais de livraison a de nouveau (comme en 1996-1997) un profil haussier. La courbe des taux a complètement corrigé son inversion de la deuxième moitié de 1999. La masse monétaire et la Bourse continuent leur envolée, mais à un rythme moindre qu'en 1998. L'indicateur le moins bien orienté est celui des mises en chantier de logements autorisées par permis de construire, révélant l'impact des hausses de taux. Une croissance d'au moins 4 % en 2000 est donc envisageable. Compte tenu de l'acquis de croissance, la croissance en 2000 pourrait même accélérer par rapport à 1999 et atteindre 4,3 %, comme en 1998.

Dans cette situation la politique monétaire devrait poursuivre son action. Le resserrement de juin 1999 était la première hausse du taux des *Federal Funds* depuis deux ans. Deux hausses de 0,25 point ont suivi, en août et en novembre, annulant ainsi les trois baisses consécutives de la fin 1998. Le dernier resserrement date du 21 mars 2000 et a porté le taux des *Federal Funds* à 6 %. Jusqu'à présent, la politique monétaire semble ne pas avoir mordu sur l'activité. Mais avec un taux de croissance potentielle de 3,5 % et une inflation de 2 %, la politique monétaire était relativement neutre. L'évolution du crédit, aux ménages comme aux entreprises, et de la masse monétaire le confirment. L'enthousiasme généré par les gains de productivité élevés alimente la confiance des agents, qui révisent à la hausse leurs anticipations sur les profits futurs. Ceci stimule à son tour non seulement l'investissement, mais également la Bourse, créant ainsi du pouvoir d'achat pour des biens et services qui n'ont pas encore été produits. La demande agrégée augmente donc plus que l'offre potentielle. Le souci principal de la Fed est de réconcilier le dynamisme de la demande et celui de l'offre, avant qu'une véritable surchauffe ne se développe. Au moins deux autres hausses sont donc probables en 2000.

Selon notre prévision, la croissance s'infléchirait progressivement pour passer sous son rythme potentiel, limitant les tensions inflationnistes et les tensions sur l'appareil productif. En 2000, la consommation des ménages resterait soutenue par la progression du revenu disponible réel et par la baisse du taux d'épargne. En 2001, l'infléchissement serait net et ramènerait le taux de croissance de la consommation des ménages au rythme de 1997. C'est essentiellement l'arrêt de la baisse du taux d'épargne qui induirait ce ralentissement. Les salaires horaires nominaux accéléreraient progressivement, pour retrouver les rythmes atteints début 1998, soit un peu plus de 4 % en glissement. La progression de l'emploi, en revanche, se modèrerait, entraînant une stabilisation du taux de chômage. L'investissement résidentiel contribuerait négativement à la croissance en 2000 et 2001 : l'ampleur de la contraction reste néanmoins incertaine dans la mesure où les indicateurs actuels ne sont pas encore franchement orientés à la baisse. L'investissement productif infléchirait

également son rythme de croissance sous la pression d'un taux de marge en baisse. Mais la volonté de la part des entreprises américaines d'assurer le développement de l'économie numérique devrait soutenir encore cette composante de la croissance. Les exportations, grâce au dynamisme de la demande adressée aux États-Unis, seraient un moteur important de la croissance en 2000. La contribution du commerce extérieur serait même légèrement positive en 2001 grâce au ralentissement des importations. En 2001, la croissance devrait être en net retrait, avec 3,1 % en moyenne annuelle. En ce qui concerne l'inflation, le présent scénario est assez optimiste quant à la capacité de l'économie américaine à absorber la hausse passée du prix du pétrole et plus généralement la hausse du prix des importations. Entre 1998 et 2000, l'inflation gagnerait un point de pourcentage. Elle serait de 2,6 % en moyenne annuelle en 2000 et 2001, ce qui reste modéré (c'est la moyenne des années 1990).

## 10. États-Unis : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 mdrds de \$ 1996	Variations par rapport à la période précédente, en % *																
		1999				2000				2001				1998	1999	2000	2001	
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Consommation des ménages	5698,6	1,6	1,2	1,2	1,4	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8	4,9	5,3	4,7	3,7
Dépenses publiques	1480,3	1,3	0,3	1,1	2,2	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,7	3,7	4,1	2,0
FBCF totale	1472,7	2,2	1,6	1,8	0,5	1,7	1,2	0,8	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	11,9	8,1	5,0	3,8
dont : - logement	350,2	3,1	1,4	-1,0	0,3	-1,0	-1,5	-1,5	-1,0	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	-0,5	9,2	7,4	-3,0	-4,0
- hors logement	1122,5	1,9	1,7	2,6	0,6	2,5	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,2	1,2	1,2	12,7	8,3	7,5	6,0
Exportations de biens et services	1007,1	-1,4	1,0	2,8	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,2	3,6	8,6	8,0
Importations de biens et services	1222,2	3,0	3,4	3,5	2,4	2,7	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,8	1,8	11,6	11,8	10,8	7,9
Variations de stocks, en mdrds de \$ 1996	74,3	12,5	3,5	9,5	17,2	13,8	13,8	12,5	11,3	10,0	8,8	7,5	7,5	7,5	74,3	42,7	51,3	33,8
PIB	8516,3	0,9	0,5	1,4	1,7	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	4,3	4,1	4,3	3,1
Prix à la consommation		0,4	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	1,6	2,2	2,6	2,6
Solde courant, en points de PIB		-3,3		-4,0		-4,1		-4,2		-4,2		-4,3		-4,3	-2,5	-3,7	-4,1	-4,3

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

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

## Japon : la reprise malgré tout

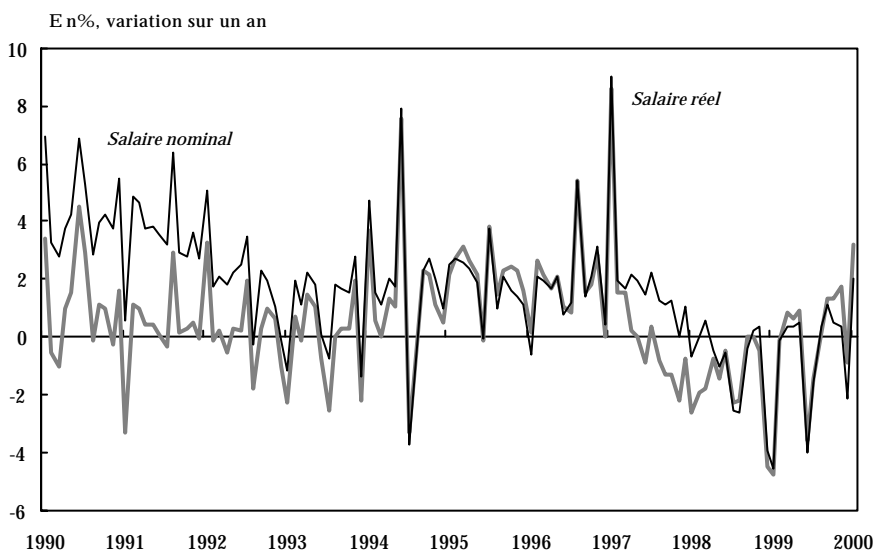
La forte rechute du PIB de l'ordre de 2,4 % au second semestre 1999 a mis en doute la réalité de la reprise et conforté le scepticisme largement partagé quant aux effets durables de la relance publique entamée à la mi-1998. Le *consensus* avait sous-estimé l'an dernier les effets positifs à court terme de cette impulsion, et malgré les acquis des deux premiers trimestres, promettait une croissance nettement inférieure à 1 % en 2000. Les mauvaises performances de croissance des deux derniers trimestres 1999 ne reflètent pourtant pas les tendances fondamentales de l'économie mais davantage l'essoufflement transitoire des plans de relance passés. Le recul prononcé du PIB au quatrième trimestre (- 1,4 %) tient essentiellement au brusque repli de la consommation (- 1,6 %), mais celui-ci est lui-même largement imputable aux aides fiscales consenties en début d'année.

Le diagnostic qui consistait jusqu'à présent à affirmer que la demande privée n'était pas en mesure de relayer l'impulsion publique doit cependant être aujourd'hui réformé. La reprise est aujourd'hui bien entamée dans le secteur manufacturier. Ce dernier bénéficie d'abord de la vigueur de la demande étrangère. Depuis six mois, jusqu'en janvier, les exportations en volume progressent à un rythme voisin de 20 % l'an. Le rythme des importations a été dans le même temps encore plus dynamique, notamment en fin d'année. Néanmoins, les chiffres du commerce de marchandises connus jusqu'aux vingt premiers jours de février indiquent que le volume des importations devrait connaître une correction à la baisse au premier trimestre, tandis que celui des exportations demeure sur sa tendance des derniers mois. La reprise du commerce intra-asiatique contribue fortement à ce dynamisme retrouvé. Même si le contenu en importations des marchandises exportées est très dense, modérant les perspectives de contribution nette très positive du commerce extérieur, cette intensification des échanges croisés avec les pays asiatiques participe au redressement de la rentabilité privée et a donc des retombées favorables en matière d'investissement et de masse salariale.

Surtout, la demande intérieure privée, composante la plus problématique d'une éventuelle reprise, semble se redresser à son tour. Certes, du côté de la consommation privée, les signaux d'amélioration sont encore ténus. Le commerce de détail a connu un net passage à vide au second semestre 1999, repli qui s'est encore affirmé avec la forte contraction des *bonus* en fin d'année. Néanmoins, l'indicateur de confiance des consommateurs témoigne à nouveau, après une pause, d'un raffermissement des anticipations d'achat. Surtout, les salaires qui étaient sur une tendance baissière depuis la fin de 1998, semblent opérer un léger redressement depuis la fin de l'année. Les *bonus* sont certes encore en retrait par rapport à l'année dernière en décembre, mais la compo-

sante régulière du salaire a renoué avec la croissance. Au vu des tendances récentes et de l'information disponible jusqu'en janvier, le salaire hebdomadaire semble retrouver un rythme voisin de 2 % en nominal et en réel en début d'année 2000 (graphique 8). Les chiffres de janvier témoignent d'ailleurs d'une nette embellie de la consommation. Les immatriculations automobiles ont bondi de 12 % ; les dépenses réelles des ménages (selon le *Family Income and Expenditures Survey*) ont récupéré en janvier le terrain perdu en décembre (+ 1,6 %) en ligne avec la nette amélioration du revenu disponible (+ 4,7 %). Ce constat est confirmé par les chiffres de vente des grandes surfaces.

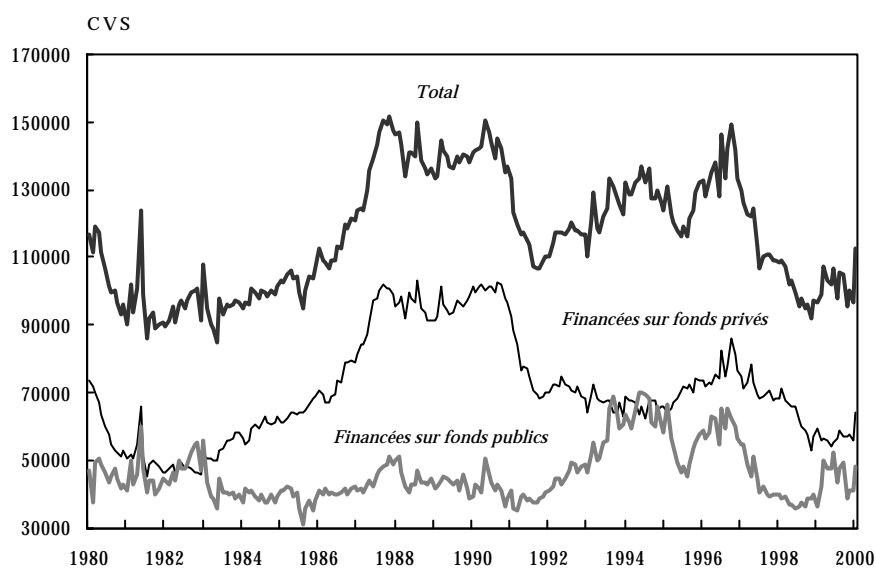
#### 8. Croissance du salaire dans l'ensemble de l'économie.



Source : Ministry of Labour.

L'éveil est aussi perceptible pour le logement. Les mises en chantier ont fortement reculé au dernier trimestre, en raison de la baisse de la composante financée par fonds publics. Mais les chiffres de janvier témoignent de la fin de ce repli technique et d'une reprise forte de cette composante. Surtout, les mises en chantier financées sur fonds privés, après un repli de deux ans, se sont stabilisées courant 1999, et opèrent même un redressement qui pourrait être vigoureux à en juger par les chiffres du mois de janvier (+ 15 % par rapport à décembre). Autre indice, moins tributaire du dernier point connu, les mises en chantier d'origine privée cumulées sur les six derniers mois sont supérieures de 5 % à celles des six mois précédents (graphique 9).

## 9. Mises en chantier de logements



Source : Ministry of Construction.

C'est surtout du côté des entreprises que les signes d'amélioration sont les plus tangibles. L'investissement productif a progressé vigoureusement au quatrième trimestre (+ 4,8 %) interrompant un mouvement quasi-continu de baisse depuis le début de 1998. Ce retournement était déjà inscrit dans les commandes depuis la mi-1999. Il est confirmé et amplifié par les derniers points connus. A en croire les chiffres des commandes de biens d'équipement par le secteur privé, cette reprise devrait continuer sur un rythme nettement supérieur à 10 % l'an en début d'année 2000. Pour un pays dont beaucoup s'accordent à considérer que le secteur productif souffre de surcapacités, un rebond si vigoureux de l'investissement productif peut sembler surprenant. En fait plusieurs éléments crédibilisent ce mouvement à court terme :

— La rentabilité des entreprises s'est quelque peu redressée au cours de 1999, les profits progressant de 41,8 % au dernier trimestre sur un an.

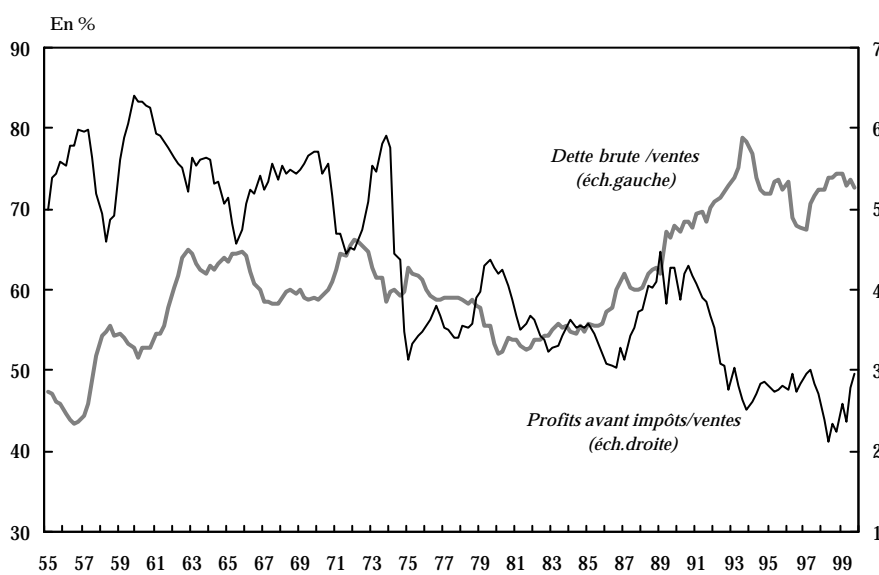
— D'après une enquête trimestrielle du Ministère des finances, le redressement global de l'investissement recouvre une situation sectorielle très contrastée. Au dernier trimestre, l'enquête, qui couvre 24 000 entreprises d'un capital supérieur à 10 millions de yens, rapporte que l'investissement est globalement stable sur un an au quatrième trimestre de 1999 (après près de deux ans de forte décreue). Mais ce résultat recouvre une progression de 3 % pour le secteur non manufacturier, notamment dans les services (+ 17,2 %), tandis que l'investissement manufacturier continue à reculer à un rythme supérieur à 8 %. De

manière peu surprenante, les secteurs à haute technologie contribuent fortement à gommer l'impact négatif des secteurs traditionnels.

— L'enquête Nikkei sur l'investissement des entreprises n'anticipe plus qu'un léger recul des plans d'investissement pour l'année fiscale 2000, qui contraste avec la chute prononcée de 1999 (- 7,5 %).

Néanmoins, le rétablissement des profits en cours d'année 1999 doit être relativisé au regard du long terme (graphique 10). Il gomme l'impact de la récession de 1997 et 1998, mais ne témoigne toujours pas d'un rétablissement de la rentabilité des entreprises. La persistance de surcapacités demeure toujours le problème de fond de l'industrie et le report de l'ajustement n'est dû qu'à une correction toujours différée de l'endettement des entreprises. Dans le contexte actuel, la politique monétaire ne peut inciter les banques à prêter davantage, ce qui explique que les entreprises se heurtent de façon récurrente au problème de restriction du crédit, mais a largement participé à la tolérance de l'économie à cet endettement. La marge de manœuvre future de la Banque centrale est de ce fait limitée. La normalisation du taux d'accumulation nippon reste toujours à faire et grève les scénarios de moyen terme. Elle n'interdit pourtant pas d'envisager un cycle court d'investissement, aux niveaux d'endettement qui prévalent actuellement, dès lors que ce dernier est autofinancé et que la politique monétaire ne se tend pas. D'autant que les secteurs innovants peuvent tirer profit d'une situation de faibles rendements généralisés pour se développer, phénomène confirmé par l'hétérogénéité sectorielle de la reprise de l'investissement.

#### 10. Profits et endettement des entreprises nippones



Source : MOF.

La conjugaison de ces tendances, que renforcent les premières statistiques de janvier et février, devrait assurer un très fort rebond du PIB dès le premier trimestre de 2000. Les indicateurs composites avancés plaident aussi dans ce sens. De plus l'ajustement technique à la baisse des dépenses publiques touche à sa fin. L'adoption d'un nouveau plan de relance en novembre 1999 commencera à porter ses fruits principalement à partir de mars. A lui seul, il ne permet pas de relayer intégralement le cumul des plans d'avril et novembre 1998. Un deuxième plan de taille similaire serait nécessaire dès avril pour permettre au gouvernement de tenir son engagement de maintenir en volume l'impulsion publique entre les années fiscales 1999 et 2000. Même en l'état, le plan annoncé permettra une contribution à nouveau nettement positive de l'investissement public au premier semestre. Mais un fort retrait de l'investissement public au second semestre 2000 se solderait par un recul voisin de 7 % de l'investissement en volume en 2000. C'est un des principaux risques qui pèse sur la pérennité de la croissance de cette année.

Si le gouvernement tient son engagement de neutralité budgétaire, la reprise technique de l'investissement public, déjà acquise par le plan de novembre, cumulée à une contribution extérieure positive, à la réalisation des commandes de biens d'équipement et au sursaut des salaires devrait permettre un rebond extrêmement vigoureux du PIB au premier semestre. La croissance cumulée sur les seuls deux premiers trimestres de 2000 devrait excéder 3 %, faisant plus que gommer l'acquis défavorable hérité du dernier trimestre de 1999 (- 1,3 %). La possibilité d'une croissance voisine de 2 % en moyenne sur l'année 2000 relève très largement de cette hypothèse. Le retour à une croissance positive du revenu disponible des ménages, aux alentours de 2 % en termes réels est également déterminant. La contraction du taux d'épargne en 1999 ne relève pas en effet d'un changement durable du comportement patrimonial des ménages mais d'un phénomène de « cliquet » traditionnel en phase de fort ralentissement du revenu. S'appuyer sur une poursuite de la baisse du taux d'épargne pour justifier une reprise des achats serait dès lors hasardeux.

Au-delà de cet amorçage qui place cette prévision très loin du consensus, le reste de la projection demeure assez conservateur, notamment à l'horizon 2001. Le scénario retenu ici demeure contraint par un certain pessimisme concernant la permanence de surcapacités privées et par le fait qu'un ajustement de la politique budgétaire est à prévoir au delà de l'année fiscale 2000. Le rebond envisagé ici affaiblira la légitimité du maintien d'un déficit public à 10 % du PIB. La politique monétaire elle-même est incertaine. Si elle conserve son orientation de taux minimal, ce ne devrait être que pour contrecarrer un mouvement de trop forte appréciation du yen préjudiciable à l'activité.



## II. Japon : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 mrd de yens	Variations par rapport à la période précédente, en % *																
		1999				2000				2001				1998	1999	2000	2001	
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Consommation des ménages	282278	0,9	1,1	-0,2	-1,6	1,0	0,7	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,6	1,2	0,8	1,4
Consommation publique	45684	0,8	-1,3	0,9	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	1,3	1,2	1,4
FCF totale	140944	3,3	1,3	-4,0	0,2	3,9	3,0	0,9	0,2	-0,5	-0,9	0,2	0,2	0,2	-7,5	-0,8	5,0	0,4
dont : - logement	18451	1,4	12,9	-3,2	-5,8	7,0	1,5	0,5	-0,5	-1,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	-14,6	1,2	4,9	-2,2
- productive privée	83660	2,3	-2,1	-1,6	4,6	5,5	1,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-7,5	-5,8	9,3	1,9
- publique	38233	6,2	2,8	-8,5	-5,4	-1,0	7,0	2,0	0,0	-2,0	-3,0	0,0	0,0	0,0	-3,5	9,3	-2,9	-1,7
Exportations de biens et services	65614	0,0	1,5	5,0	0,4	1,7	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	-2,5	1,8	6,8	4,9
Importations de biens et services	53279	2,4	2,6	2,8	4,4	0,0	2,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	-7,6	5,1	8,0	4,0
Variations de stocks, en mrd yens 1990	-36	34	201	34	37	125	200	250	175	175	175	175	175	175	-36	306	750	700
PIB	480605	1,5	1,0	-1,0	-1,4	2,1	1,3	0,7	0,3	0,1	0,0	0,3	0,3	0,3	-2,5	0,3	2,1	1,3
Prix à la consommation		-0,5	-0,4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,4
Solde courant, en points de PIB		2,6		2,4		2,3		2,6		2,7		2,9		2,9	3,2	2,5	2,5	2,8

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

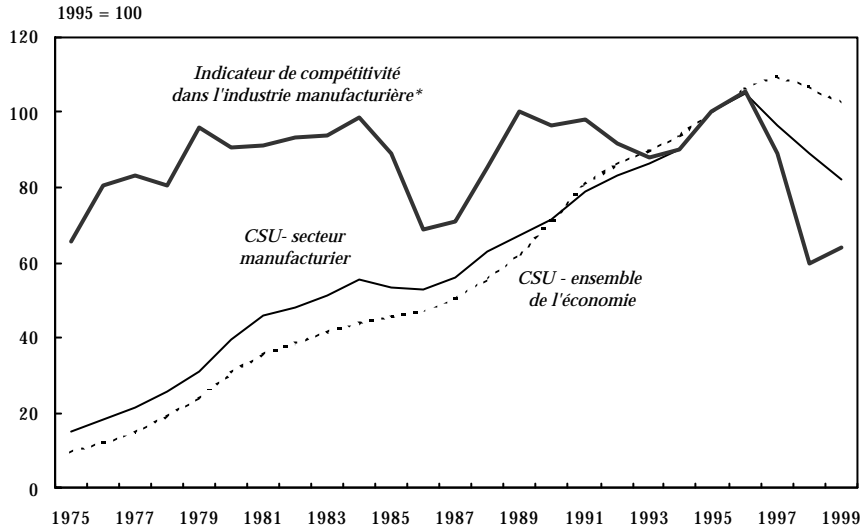
## Asie : reprise sur fond d'ajustement

Après deux ans d'une crise économique et financière profonde, l'Asie a repris le chemin de la croissance en 1999. Initiée en Corée du Sud, la reprise s'est progressivement affirmée dans tous les pays, y compris en Indonésie qui reste dans une position encore extrêmement fragile. Au quatrième trimestre, en glissement annuel, l'activité a progressé de 13 % en Corée du Sud, de 10,6 % en Malaisie, de 8,7 % à Hongkong, de 7,1 % à Singapour, de 6,4 % en Thaïlande et de 4,6 % aux Philippines. Ce dynamisme, qui a surpris par son ampleur et qui devrait se maintenir en 2000 et 2001, est tel que très vite la production va retrouver son niveau d'avant la crise. Pourtant, les séquelles de la crise financière demeurent et devraient continuer de peser à moyen terme sur les performances de la zone.

Il est vrai que sous certains aspects, la crise a été particulièrement bien gérée. En Corée, en Malaisie et à Singapour, la production industrielle est aujourd'hui à des niveaux supérieurs à ceux d'avant la crise. La Thaïlande se situe à un niveau comparable, tandis que les Philippines restent encore en deçà. L'inflation, qui s'était accélérée sous l'effet des dévaluations, est vite revenue à des rythmes très bas, de l'ordre de 2 % en 1999, sauf en Indonésie où elle reste de 20,5 %. Plus que des dérapages inflationnistes, les autorités ont davantage à craindre l'installation de tendances déflationnistes, comme à Hongkong où les prix ont baissé de 8 % depuis le printemps 1998, en Chine et au Japon. Les ajustements sur le marché du travail (baisses de l'emploi et des salaires réels) ont réduit sensiblement les coûts de production, notamment dans l'industrie (graphique 11) tandis que le rythme de productivité restait bien orienté. Par ailleurs, après leurs chutes de 1997-1998, les marchés boursiers ont repris à un rythme très rapide, à l'exception des valeurs bancaires. L'indice global dans chaque pays est revenu ou a dépassé son niveau de 1997. Simultanément, les balances courantes sont redevenues largement excédentaires en 1998 et 1999. La chute des demandes intérieures et les problèmes de liquidités avaient provoqué en 1998 un recul des importations, mais la hausse des exportations, tirée dans un premier temps par la demande des pays à forte croissance (États-Unis et Europe), a largement participé à ce rééquilibrage. La situation compétitive est nettement plus favorable qu'en 1997. Face au dollar, les taux de change se sont dépréciés de 33 % en Thaïlande et aux Philippines, de 22 % en Corée du Sud et de 65 % en Indonésie. En terme effectif, déflatés des prix à la consommation, ils ont baissé de 24 % en Malaisie et de 18 % aux Philippines. Seul Hongkong, contraint par son système de *Currency Board* a vu s'apprécier son taux de change réel. Cet avantage de compétitivité a permis de réaliser de substantiels gains de parts de marchés et d'accroître les exportations. Les soldes courants dans les pays en crise sont passés d'un déficit de 24 milliards de dollars en 1996 à un excédent de 120 milliards en 1998 et de 100 milliards en 1999,

avec des gains de 60 milliards de dollars pour la Corée et de 30 milliards pour la Thaïlande. Ces excédents ont entraîné une forte accumulation de réserves en devises dans les banques centrales (graphique 12).

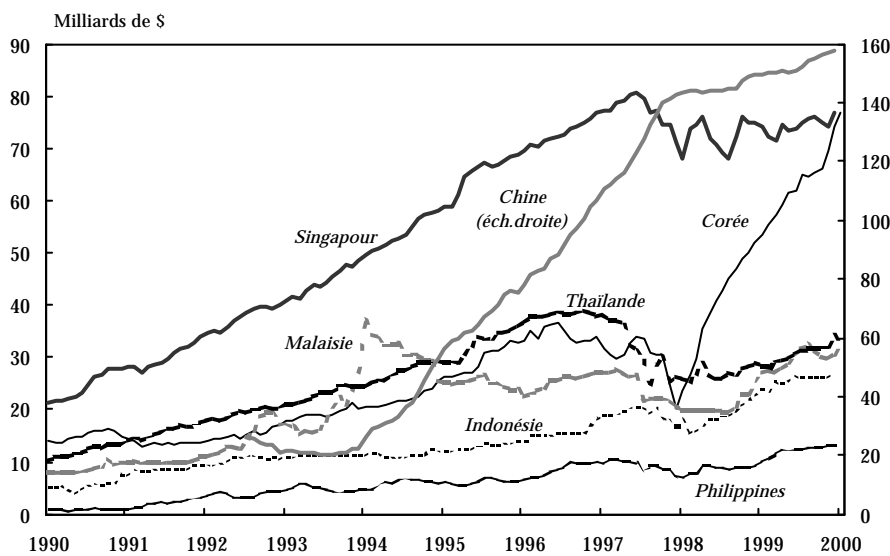
### 11. Corée du Sud : coûts salariaux unitaires et indicateurs de compétitivité dans l'industrie manufacturière



\* Une baisse (hausse) de l'indicateur de compétitivité signifie une amélioration (détérioration).

Source : OCDE.

### 12. Réserves internationales\*



\* Sauf or.

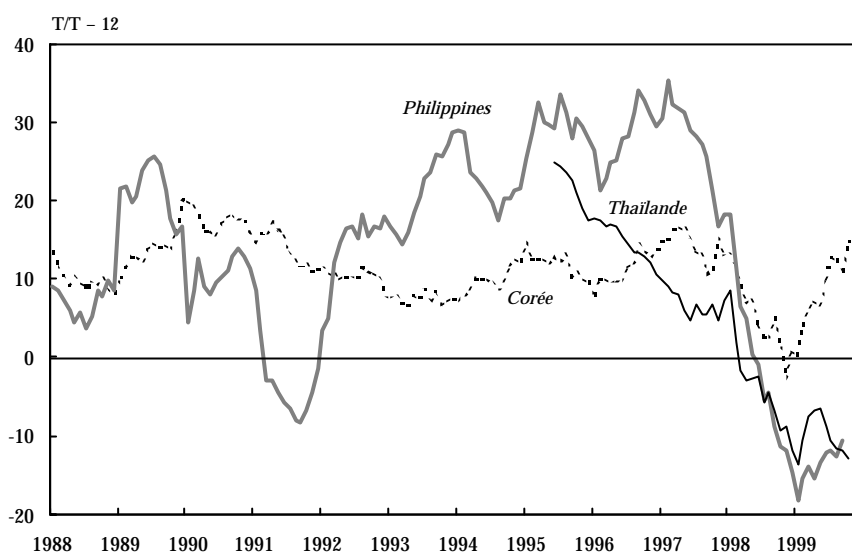
Source : FMI.

A l'exception de la Thaïlande où elles n'ont toujours pas retrouvé leur niveau de 1997, les réserves de change n'ont jamais été aussi élevées. Fin 1999, en Corée du Sud, elles couvrent deux fois le montant de la dette à court terme. Le bas prix des actifs ainsi que les restructurations industrielles ont attiré les capitaux étrangers qui ont accompagné la remontée rapide des cours boursiers. Sur la période 1998-2000, les investissements directs et en portefeuille en provenance de l'étranger atteindraient 170 milliards de dollars tandis que les flux nets de crédits se contracteraient de 100 milliards. A la différence de l'Amérique latine, la situation financière des pays d'Asie est vite redevenue très favorable, avec malgré tout des disparités sensibles entre pays.

Pour autant, tous les problèmes ne sont pas résolus. Les restructurations bancaires continuent de peser sur les finances publiques et sur la croissance. La prise en charge par l'État du coût des réformes ainsi que les plans de relance budgétaire nécessaires au soutien de la croissance en 1998 et 1999 ont alourdi considérablement les comptes publics. D'après JP Morgan, le coût des restructurations bancaires représenterait 60 % du PIB en Indonésie, 20 % en Corée du Sud et en Thaïlande, et un peu plus de 10 % en Malaisie. Ainsi, en deux ou trois ans, le déficit budgétaire s'est-il creusé de 8 points de PIB en Thaïlande et en Malaisie, de 7 points en Indonésie, de 6 points à Singapour et de 4 points en Corée du Sud et aux Philippines. En 1999, le déficit atteint environ 6,5 % du PIB en Indonésie et en Thaïlande, 5 % en Malaisie et en Chine et 4 % en Corée du Sud et aux Philippines. Cette détérioration a entraîné un gonflement des dettes publiques. Partant d'un niveau faible, celles-ci restent à des niveaux soutenables, mais la charge de remboursement pèsera longtemps dans les dépenses. En Corée du Sud, l'encours de la dette (directe et garantie) de l'État représente 40 % du PIB. Une fois consolidée, la dette publique atteint 60 % du PIB et sa charge nécessitera l'équivalent de 3 % du PIB contre 0,5 % avant la crise. Le cas de la Thaïlande est identique : la dette publique passe de 16 % en 1996 à 46 % fin 1999.

Par ailleurs, la situation financière reste très fragile. Le redressement du secteur bancaire est loin d'être achevé ; l'assainissement des bilans oblige les banques à freiner la progression de leur crédit. En dépit d'une reprise vigoureuse dans plusieurs pays, les crédits accordés au secteur privé restent donc très contraints. Déflatés de l'indice des prix à la consommation et comparés à la même période de l'an passé, ils sont plus bas de 10 % en Thaïlande et aux Philippines à la fin de 1999 (graphique 13). Ils sont stables en Malaisie et progressent de 15 % en Corée du Sud. L'atonie du crédit privé s'accompagne d'une grande lenteur de la résorption des créances douteuses. A la fin de l'année dernière, celles-ci représentaient 39 % du total des prêts en Thaïlande et 9 % en Corée du Sud. La Thaïlande et l'Indonésie restent encore très exposées aux risques bancaires.

## 13. Volume des crédits au secteur privé\*



\* Déflatés par l'indice de prix à la consommation.

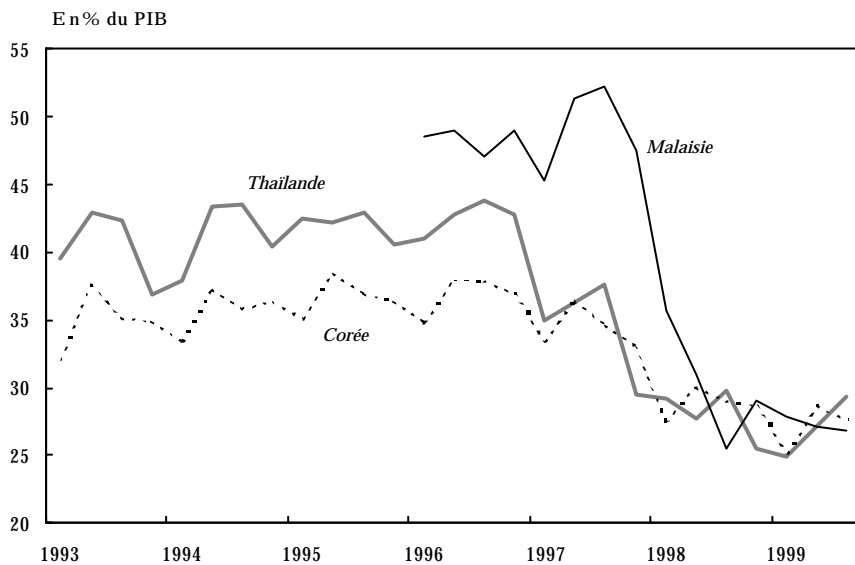
Source : FMI.

Cette situation n'a pas empêché la reprise des demandes intérieures. La consommation privée et l'investissement des entreprises ont progressé dans tous les pays. En Corée du Sud, les dépenses des ménages ont augmenté de 10,3 % sur un an au troisième trimestre. La reprise du climat de confiance a soutenu le mouvement dans un contexte de hausse de l'emploi et d'accélération des salaires. L'investissement a augmenté de 6,9 % sur la période, soutenu par les achats de biens d'équipement (+ 48 %). Dans les autres pays, la reprise de la consommation privée s'amorce, suivie par celle de l'investissement, encore freinée par le poids des surcapacités dans certains secteurs et des conditions de financement difficiles. Les taux d'investissement restent à des niveaux relativement faibles (graphique 14). Ce taux a été réduit de moitié en Malaisie.

Les perspectives de croissance de la zone sont globalement très positives. Sur le plan extérieur, les pays sont dans une situation très favorable du fait de l'absence de contrainte de financement et d'un indéniable avantage de compétitivité. Certains pays pourraient même être victimes de leur succès. Ainsi, l'appréciation spontanée du won coréen en 1999 empêche les autorités de relever les taux d'intérêt. Déjà les taux d'utilisation des capacités dans certains secteurs manufacturiers sont très élevés, et le renchérissement du prix des matières premières utilisées dans l'industrie pourrait accélérer la hausse des prix de production assez rapidement. A terme, il ne faudrait pas que la croissance et le retour des capitaux viennent masquer les besoins

d'ajustement. A l'inverse, d'autres pays sont encore dans une position financière fragile : l'Indonésie reste toujours très vulnérable. Hongkong a amorcé un retournement solide au dernier trimestre qui pourrait alimenter une croissance soutenue en 2000. Par contre, la Chine reste dépendante de plans de soutien budgétaire pour parvenir à une croissance de 7 %. Cependant, la reprise de la demande régionale et l'entrée prochaine de la Chine dans l'OMC devraient maintenir le dynamisme du commerce extérieur. Par ailleurs, l'éventualité d'une dévaluation du yuan pourrait être relancée en 2000, couplée à une convertibilité plus large.

#### 14. Taux d'investissement\*



\* Hors stock ; à partir de données en volume.

Sources : Bank of Korea, statistical offices of Malaysia and Thailand.

## Reprise fragile en Amérique latine

Avec 2,2 % de croissance en 1998 et 0,1 % en 1999, l'Amérique latine reste marquée par la crise asiatique. Le revenu par tête a baissé de 1,5 % l'année dernière et les conséquences ont été désastreuses dans certains pays. A l'exception du Brésil qui a évité une forte récession, les autres pays ont vu leur situation se dégrader sensiblement en 1999 tandis que le reste du monde semblait déjà oublier la crise. Une reprise est malgré tout visible dans les principaux pays au cours du second semestre 1999.

Plusieurs éléments négatifs se sont cumulés en 1999. Les cours des matières premières ont continué de baisser. Ceux des matières premières alimentaires ont reculé de 20 % par rapport à 1998 : 21 % pour le café, 25 % le soja et 30 % le sucre. D'autres produits sont restés à des prix très bas, comme le cuivre (- 5 % en 1999 après un effondrement en 1998) qui représente un tiers des exportations chiliennes. Les perturbations climatiques ont dévasté le Venezuela. Des élections dans plusieurs pays (Argentine, Chili) ont pu conduire à ajourner certaines décisions notamment d'investissement.

Plus fondamentalement, l'Amérique latine continue de subir la défiance des investisseurs étrangers. Un an après la dévaluation brésilienne, les marchés financiers restent sous tension. A l'exception de l'Argentine et du Venezuela, tous les pays ont dû abandonner leur régime de change géré pour passer en change flottant. Seuls le Mexique et l'Argentine ont évité une dépréciation face au dollar. De décembre 1998 à janvier 2000, les dépréciations ont atteint 6 % en Uruguay et Bolivie, 9 % au Chili, 21 % en Colombie, 33 % au Brésil ; le sucre équatorien a perdu les trois quarts de sa valeur et va bientôt disparaître avec le plan de dollarisation<sup>4</sup>. Ces dépréciations n'ont pas été accompagnées d'une accélération de l'inflation ; elles ont fourni un avantage durable de compétitivité (27 % au Brésil, 7 % au Chili). A l'inverse, l'appréciation du peso mexicain a conduit à une surévaluation réelle de 20 à 25 %, comparable à celle précédant la crise de 1994. Le Venezuela, qui a maintenu son régime de *crawling peg*, a enregistré une appréciation réelle de 8 % en 1999.

Ces tensions ont suscité des politiques d'ajustement restrictives en vue d'équilibrer les balances des paiements. Les taux d'intérêt sont restés élevés tandis que les politiques budgétaires visaient à limiter le creusement spontané des déficits. La contraction des demandes intérieures a fait chuter les importations et déprimé les échanges de la région. 30 % des exportations de l'Amérique du Sud sont destinées au marché régional. Les exportations intra-zone représentent 4 % du PIB en Argentine, 4,5 % au Chili et 3,3 % en Colombie. La contraction de

---

4. La monnaie va malgré tout continuer de circuler dans le pays pour les petites transactions.

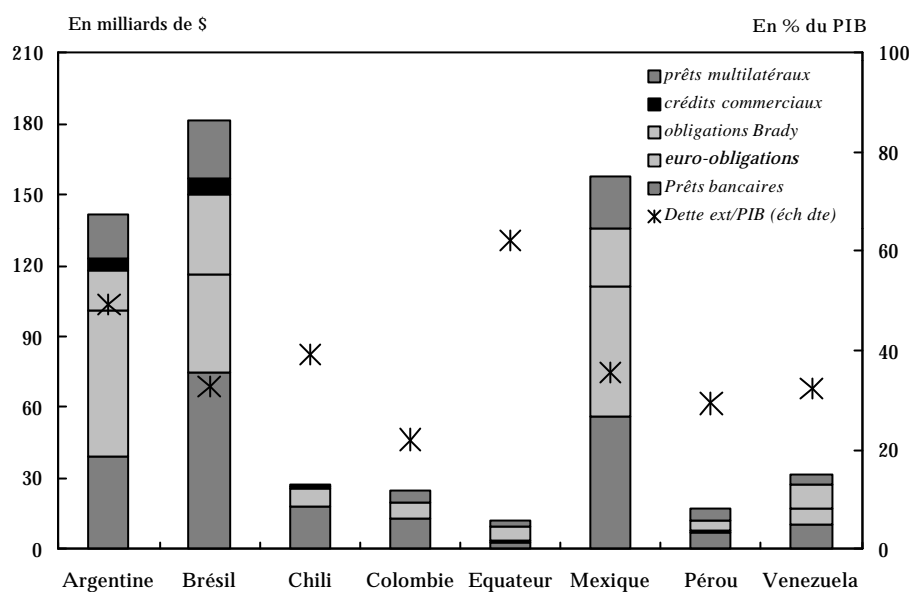
la demande régionale a donc accompagné l'effet récessif des politiques d'ajustement interne. En dépit d'une évolution peu favorable des termes de l'échange et d'un ralentissement des exportations, les déficits commerciaux se sont réduits; les déficits courants sont passés de plus de 80 milliards de dollars en 1998 à 50 milliards en 1999.

Cependant, les contraintes de financement restent fortes. La défiance des investisseurs étrangers s'est traduite par le relèvement des primes de risque sur les marchés financiers. Les *spreads* sur les taux à long terme ont été élevés tout au long de l'année et, même s'ils ont baissé en fin de période, restent supérieurs à leur niveau d'avant la crise asiatique. Les pays où les conditions de financement se sont le plus durcies sont le Brésil et l'Argentine, les écarts de taux ayant augmenté respectivement de 4,5 et 2 points entre septembre 1997 et février 2000. À l'inverse, le Mexique bénéficie d'une position très favorable, les agences de notation venant de faire passer le pays dans la catégorie *investment grade*.

L'Amérique latine reste confrontée à un surendettement chronique, comme le souligne le défaut de paiement de l'Équateur en septembre dernier sur 96 millions d'intérêts des obligations Brady. En dépit des accords de restructuration/allègement des dettes bancaires dans le cadre du plan Brady depuis 1989 (qui ont concerné 22 pays dont presque la moitié en Amérique latine), la dette extérieure de la région a continué d'augmenter. Au lieu d'alléger la contrainte financière, les plans ont facilité l'accès de certains pays à de nouvelles sources de financement, notamment auprès d'un marché obligataire en plein essor (graphique 15). Pendant les années 1990, le financement de la croissance s'est fait davantage par l'endettement externe, surtout sous forme obligataire, qu'en recourant aux IDE ou aux émissions d'actions (graphique 16). En décembre dernier, la dette en euro-obligations et en obligations Brady constituait presque 50 % de la dette extérieure totale des pays d'Amérique latine. L'encours de la dette obligataire des pays en développement, soutenue principalement par l'accélération des émissions de titres souverains et publics notamment à partir de 1993 a progressé deux fois plus vite que la dette obligataire mondiale. En décembre 1999, elle en représentait 6 %. Mais ce marché reste très concentré : l'Argentine, le Brésil, le Mexique et la Corée du Sud en totalisent près des deux tiers. L'Argentine est le principal émetteur des pays émergents : sa dette extérieure est passée de 30 % du PIB en 1993 à 50 % l'année dernière. En pourcentage des exportations, le service de la dette entre 1995 et 1999 est passé de 35 % à 100 % en Argentine, et de 40 % à 125 % au Brésil. En 1999, le ralentissement de la croissance des exportations, la crise des changes et la montée des primes de risques sur les marchés ont fortement dégradé les conditions de remboursement des prêts.

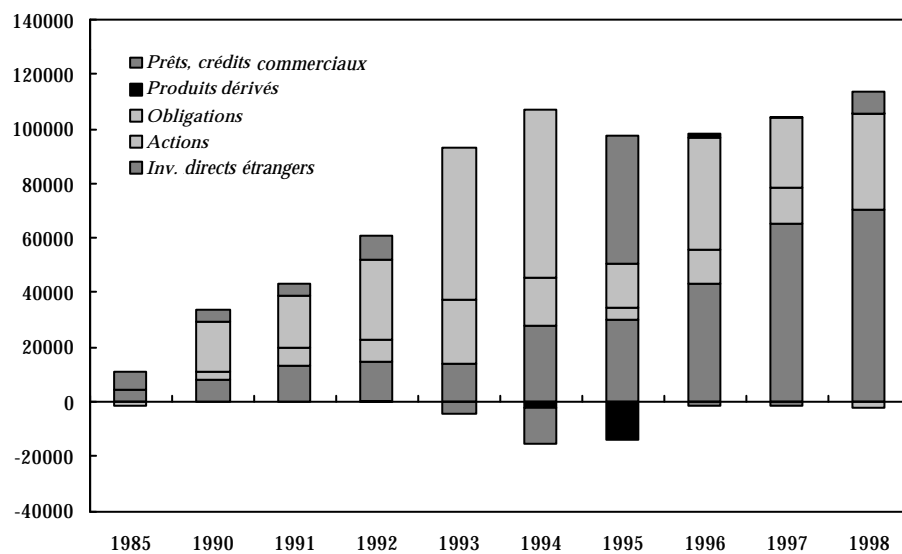


## 15. Structure de la dette extérieure en 1999



Sources : Statistiques jointes de la BRI, OCDE, Banque mondiale et FMI.

## 16. Compte des opérations financières de la balance des paiements en 1999



Source : Statistiques de la balance des paiements, FMI.

Pays privilégié, le **Mexique** a maintenu un taux de croissance relativement soutenu en 1999 (3,7 %). Le resserrement monétaire de 1998 qui avait fait passer le taux à trois mois de 20 % sur la première moitié de l'année, à 40 % en septembre, a pris fin. En avril 1999, les taux étaient revenus à leur niveau initial ; ils sont de 17,7 % en février 2000. Après le ralentissement du premier semestre, l'activité s'est accélérée. Sur un an, le PIB a progressé de 5,2 % au dernier trimestre 1999 et la production industrielle de 8,1 % en janvier 2000. Les exportations, tirées par la croissance nord-américaine, se sont accélérées. Leur glissement annuel atteint 15 % aux deuxième et troisième trimestres 1999, après 10 % en 1998, malgré l'appréciation du taux de change (16 % en décembre sur un an). Par ailleurs, la détente monétaire a permis une reprise de la consommation privée. Les ventes au détail ont progressé de 9,7 % sur un an en novembre. L'investissement a également repris vers la fin d'année. Mais surtout le Mexique bénéficie d'une position favorable sur le plan externe. Le déficit courant, en baisse par rapport à 1998, devrait être financé à 60 % par l'investissement direct. Même si la dette externe a atteint 70 % du PIB en 1999, son service ne représente que 20 % des exportations. L'amortissement de la dette présente un profil raisonnable qui ne nécessite qu'un recours modéré au marché (extension de la maturation de la dette). Les *spreads* sur les marchés financiers sont les plus bas d'Amérique latine. Cependant, l'ajustement structurel et financier se poursuit en dépit des élections présidentielles de juillet 2000. La politique économique bénéficie d'une marge de manœuvre plus large qu'ailleurs. Les objectifs de baisse du taux d'inflation (à 4 % en 2002) et de réduction du déficit public restent prioritaires dans la conduite de la politique économique. Les prix ont augmenté de 16,6 % en moyenne en 1999 mais de seulement 11 % en janvier 2000, en glissement annuel. Aidé par le gonflement des recettes pétrolières qui représentent 30 % des rentrées fiscales, le déficit public a baissé un peu plus que prévu : 1,15 % du PIB contre 1,25 %. En 2000, l'activité devrait rester soutenue du fait de la reprise de la demande intérieure, notamment de l'investissement, et du dynamisme américain. Mais la politique économique devrait rester vigilante. La surévaluation de 20 % du taux de change devrait pénaliser les exportations et un risque de retournement plus brutal du cycle américain n'est pas à exclure. Une dépréciation du peso pourrait cependant intervenir du fait du resserrement monétaire américain, maintenant que la politique monétaire mexicaine est affranchie de l'objectif de change.

Au **Brésil**, la conjoncture reste bien orientée. En 1999, la croissance du PIB a été de 0,9 % en moyenne, mais de 3,1 % en glissement. La production industrielle, qui a reculé de 1,7 % sur l'ensemble de l'année dernière, progresse de 5,4 % en janvier 2000 toujours sur un an. Simultanément, les objectifs prioritaires d'inflation et de déficit public sont atteints. Les tensions inflationnistes restent contenues ; en décembre, la hausse des prix a été de 8,9 % en glissement annuel, en

ligne avec l'objectif de 8 % dans une fourchette de 2 points. Mais si le ralentissement de l'inflation s'est poursuivi en janvier (8,4 % sur un an), des dérapages pourraient apparaître aux deuxième et troisième trimestres. Les prix de production ont augmenté de 28,9 % en glissement annuel à la fin de l'année (contre 1,5 % en décembre 1998) et le renchérissement de certains tarifs publics pourrait attiser les tensions. Par ailleurs, la situation des finances publiques s'est considérablement améliorée. Le solde budgétaire primaire est conforme à ce qui avait été prévu dans l'accord signé avec le FMI, soit 3,1 % du PIB. Le besoin de financement du secteur public a donc pu être ramené de 14 % du PIB en février 1999, à 10 % en fin d'année. La bonne résistance de l'économie et du change, la hausse du prix du PIB et la baisse des taux d'intérêt ont permis de réduire significativement la dette publique relativement au PIB nominal. Elle atteignait à la fin de l'année dernière 47 %, ce qui rend réaliste l'objectif de 46,5 % d'ici 2001. Le déficit des paiements courants a baissé de quelque 10 milliards de dollars par rapport à 1998, à 25 milliards soit 4,1 % du PIB. Par ailleurs, les entrées d'investissements directs sont restées très élevées (32 milliards de dollars en 1999 et 3,1 milliards en janvier dernier). Globalement, la situation brésilienne devrait continuer de s'améliorer en 2000 et 2001. A supposer que les prix restent contenus, les taux d'intérêt pourraient se détendre et soutenir la demande intérieure, tandis que l'avantage de compétitivité du réel devrait permettre des gains de parts de marché supplémentaires sur une demande qui reste soutenue. Cela nécessite aussi que la confiance des marchés demeure. Or celle-ci suppose le maintien des réformes, notamment budgétaires et fiscales.

A l'inverse, l'**Argentine** a été un des pays les plus affectés par la crise financière. Après le ralentissement de 1998, l'activité a chuté de 3,2 % en moyenne en 1999. L'activité a commencé à se redresser au troisième trimestre mais reste en retrait de 4,1 % en glissement annuel. La production industrielle augmente depuis août 1999. En janvier, elle progresse de 9,6 % sur un an. Les exportations se sont effondrées (- 5,9 %) au troisième trimestre après - 2 % au second) ainsi que l'investissement avec des baisses de 10 % l'an au cours des trois premiers trimestres. La stabilisation de l'activité provient essentiellement de la consommation privée. Le taux de chômage reste proche de 14 %. Les taux d'intérêt réels se maintiennent à 10 % depuis mi-1999 du fait des tendances déflationnistes en œuvre depuis le début de 1999. Dans l'accord signé avec le FMI et en échange d'un crédit *stand-by* sur trois ans de 7,2 milliards de dollars, le nouveau Président De la Rúa s'est engagé à mettre en place sur la période 2000-2002 un programme d'ajustement et de réformes structurelles. La part des intérêts de la dette publique dans les dépenses de l'État a triplé depuis 1992 pour atteindre 15,6 % cette année ; le déficit fédéral atteint 2,7 % du PIB, celui des provinces 1,3 %. Le gouvernement s'est engagé dans un programme de redressement des finances publiques. Après la loi de responsabilité

budgétaire votée en septembre par l'État fédéral, les provinces devraient s'aligner sur ce pacte. En 2000, le déficit fédéral devrait être limité à 1,6 % du PIB et celui des provinces à 0,8 % du PIB, soit au total, une réduction de 1,6 point de PIB. Cette orientation restrictive devrait se poursuivre dans les prochaines années, l'objectif étant de revenir à l'équilibre avant 2003. Ces efforts devraient permettre de réduire progressivement le poids de la dette. Par ailleurs, les dévalorisations des devises concurrentes ont accentué la surévaluation de la monnaie argentine. En terme effectif, celle-ci se serait appréciée de 8 %. La rigidité du système de change oblige les entreprises à s'ajuster. L'État s'est donc lancé dans un programme de flexibilisation du marché du travail (développement des accords d'entreprises au détriment des accords de branches, extension de la période d'essai, ...). L'Argentine semble aujourd'hui dans une impasse : elle doit mettre en place des politiques d'ajustement de plus en plus restrictives alors qu'elle est déjà l'une des économies les plus endettées ; plus la croissance est faible, plus les ratios de solvabilité se dégradent. Les perspectives pour 2000 restent peu favorables : les coûts d'accès aux marchés financiers demeurent élevés, bien que facilités par le crédit FMI.

Dans les autres pays de la région, la situation devrait s'améliorer rapidement et permettre une croissance de la région de l'ordre de 3,5 % en 2000 et 4,5 % en 2001. Les facteurs qui ont joué négativement en 1999 pourraient être progressivement levés. Les prix des matières premières devraient augmenter, et la demande régionale repartir avec l'amélioration des demandes intérieures. Les dévaluations permettraient de substantiels gains de parts de marché à l'exportation. La généralisation de la reprise pourrait permettre un renforcement de la situation financière des pays. Toutefois, les ajustements budgétaires et financiers devraient continuer à peser sur la croissance.

## Russie et PECO : le rebond

La zone continue à se caractériser par une forte hétérogénéité entre des pays à forte croissance, à inflation relativement maîtrisée comme la Pologne, la Hongrie et la Slovénie ; des pays qui peinent à sortir de la récession comme la République tchèque, la Slovaquie et les pays baltes ; enfin, des pays qui connaissent une grande instabilité économique, marquée par une forte inflation : la Biélorussie, la Roumanie et l'Ukraine. La Bulgarie s'est lancée dans une entreprise courageuse de *currency board* qui, jusqu'à présent, a été un succès. Enfin, la Russie a échappé à l'hyperinflation et connaît un net rebond.

Les performances économiques de la **Russie** en 1999 auront été bien meilleures qu'escomptées : la croissance du PIB aura été de 3,2 % en moyenne annuelle ; de 8,8 % en glissement ; l'inflation aura été de 36 % en glissement ; la balance courante a connu un excédent de 20 milliards de dollars. Cette évolution s'explique par les forts gains de compétitivité induits par la chute du rouble en 1998 et par la hausse du prix du pétrole.

Le programme économique de Vladimir Poutine est relativement ambigu. M. Poutine insiste sur les retards accumulés par la Russie et les risques de la voir devenir un pays de 3<sup>e</sup> rang à l'échelle mondiale. Il veut restaurer un état fort et une économie efficace. Il veut concilier un rôle central de l'État et une économie de marché. L'État doit définir une stratégie de moyen terme, assurer la régulation de l'économie et du social ; il souhaite recréer une politique économique active en privilégiant les secteurs de haute technologie ; il veut lutter contre la pauvreté en définissant une nouvelle politique des revenus. En même temps, il espère relancer l'investissement en attirant des capitaux étrangers et souhaite intégrer la Russie dans l'économie mondiale.

Du point haut du quatrième trimestre 1997 au point bas du quatrième trimestre 1998, la baisse du PIB durant la crise aura été de 8 %. Du quatrième trimestre 1998 au quatrième trimestre 1999, la remontée a été de 8,8 %. La production industrielle avait repris nettement au premier semestre 1999 du fait de la substitution de la production nationale à des importations devenues très onéreuses. Elle est restée stable au second semestre, mais a connu en janvier et en février 2000 une nette hausse. Par contre, la consommation des ménages était encore inférieure, en janvier 2000, de 17,4 % au niveau de janvier 1998. Le salaire aurait perdu 37 % de pouvoir d'achat entre décembre 1997 et janvier 1999. Depuis, sa remontée est continue et atteindrait 22 % en cumulé. Le revenu par tête aurait baissé de 30 % en deux ans. La part de la population vivant en dessous du seuil minimal de subsistance serait passée de 22 à 34 %. Bizarrement, la baisse de l'emploi n'aurait été que de 1,7 % en glissement en 1998 et sa remontée aurait déjà été de 2,5 % entre décembre 1998 et 1999. Le taux de chômage, qui était monté de 11,2 % fin 1997 à 14,1 % en février 1999 est redescendu à 12,3 %. La lente

amélioration enregistrée sur le front de l'emploi et des salaires annonce une lente reprise de la consommation. Le creux est déjà effacé pour le PIB, mais pas encore, loin s'en faut, pour la situation des ménages.

Le taux d'inflation a été de 36,5 % en 1999 en glissement, soit 24,5 % au premier semestre et 9,6 % au second. Il est actuellement aux alentours de 1,5 % par mois, soit 20 % l'an. Après avoir perdu 75 % de sa valeur par rapport au dollar, le rouble s'est longtemps maintenu aux alentours de 24,5 roubles pour un dollar, puis a rechuté de 17 % depuis août en raison des scandales sur l'utilisation de l'aide extérieure puis de la guerre en Tchétchénie. En termes réels, la dépréciation a été de l'ordre de 37 % de juin 1998 à début 2000. Une nouvelle dépréciation, induite par la baisse du prix du pétrole, est généralement attendue après les élections présidentielles.

Cette dépréciation massive a surtout permis une baisse des importations. Celles-ci sont passées de 74 milliards de dollars en 1997 à 41 milliards en 1999. Les exportations ont bénéficié, 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 en 1999. La Russie connaît donc un excédent commercial fabuleux : 33 milliards de dollars en 1999, soit 11,4 points de PIB. Mais celui-ci est gaspillé par des sorties massives de capitaux. En 1999, l'excédent courant aurait été de 26 milliards ; les sorties de capitaux auraient été de 28 milliards.

Le déficit public avait atteint 5,4 points de PIB en 1998. Il aurait été réduit à 1,7 point de PIB en 1999 en raison de meilleures rentrées fiscales. Les taux d'intérêt ont nettement baissé ; ils sont de 38 % pour le crédit et de 12 % pour le marché monétaire. La Bourse avait chuté de l'indice 100 en août 1997 à 9 en janvier 1999. Elle a remonté jusqu'à 35 en février 2000.

Malgré la dégradation de la situation des ménages, l'économie russe a tiré parti de la dépréciation du rouble, qui a redonné un certain dynamisme à l'industrie. L'inflation devrait se stabiliser aux alentours de 15 %. La croissance devrait être de l'ordre de 3,2 % en 2000 et en 2001.

La **Pologne** a connu fin 1998 et début 1999 le ralentissement prévu en raison de la faiblesse de la demande qui lui était adressée et d'une politique monétaire rigoureuse. Elle a été particulièrement touchée par la dépréciation du rouble. Les exportations ont baissé de 2 % en 1999 après une hausse de 10 % en 1998. Mais ce ralentissement a été de courte durée, de sorte que les déséquilibres subsistent : l'inflation a été de près de 10 % en glissement en 1999, ce qui pose problème pour un pays candidat à l'UE, puis à l'Union monétaire. La Banque centrale indépendante vise un objectif d'inflation de 4 % en 2003. En moyenne annuelle, la croissance aura été de 4,1 % en 1999 après 4,8 % en 1998. Elle devrait retrouver un rythme de 5,5 % en 2000 et 2001. La croissance est impulsée

par l'investissement, dont le taux de croissance a été de 10 % en 1999. La production industrielle a connu un bas niveau de novembre 1998 à février 1999. Elle s'est vivement redressée depuis. En glissement, elle aurait crû de 19 % en 1999. Les enquêtes de conjoncture se dégradent à nouveau en fin d'année. Le chômage est passé de 9,8 % à la mi-1998 à 12,7 % fin 1999. Les augmentations de salaires restent fortes (11 % en 1999, soit 3,6 % en réel), mais la productivité du travail augmente de plus de 4 % par an. Le déficit public s'est creusé de 2,5 % du PIB en 1998 à 3,5 % en 1999. La politique monétaire reste rigoureuse : en mars 2000, le taux d'intérêt est encore à 18,5 %. Le déficit courant s'est encore accru (7,5 % du PIB contre 4,3 % en 1998) : il était jusqu'à présent financé facilement, en particulier par des investissements directs étrangers et par les privatisations. Depuis 1997, le zloty a baissé de 21 % par rapport au dollar, mais seulement de 6 % par rapport à l'euro : la Pologne a perdu environ 17 points de compétitivité par rapport aux pays de la zone euro. La politique monétaire refuse une trop forte dépréciation du zloty afin d'éviter une relance de l'inflation. La rigueur monétaire permet d'attirer les capitaux, de financer le déficit courant et de maintenir un change élevé ; mais la détérioration de la compétitivité empêche le rétablissement d'un déficit extérieur soutenable. Permettre au zloty de flotter plus librement, comme le demande la Banque centrale et comme pourrait l'accepter le gouvernement en avril 2000, ne permettrait guère de résoudre ce dilemme et risque d'aboutir à un taux de change encore plus volatil. Aussi, voit-on mal comment la Pologne pourra échapper à un ralentissement marqué pour rétablir sa balance extérieure.

En **Hongrie** aussi, le ralentissement a été nettement moins prononcé que prévu. La croissance en glissement a été de 4,4 % au troisième trimestre et devrait être de 4,2 % en moyenne annuelle en 1999 (après 5,1 % en 1998). Elle est impulsée par l'investissement. La production industrielle, tirée par les exportations, aurait crû de 18,6 % en glissement annuel en 1999. La Hongrie bénéficie d'une bonne spécialisation industrielle en biens d'équipement. Les enquêtes sont orientées à la hausse tant pour les perspectives de production que pour les commandes. Il reste cependant un hiatus entre leur niveau (assez médiocre) et le fort rythme de croissance de la production. La confiance des consommateurs ne s'améliore que très faiblement. Le taux de chômage qui s'était légèrement dégradé recommence à s'améliorer (9,6 % en décembre contre 9,1 % au début de l'année et 9,8 % au milieu de l'année). L'inflation a continué à décroître, mais était encore de 10 % en février 2000 pour une hausse des salaires de l'ordre de 12 %. La Banque centrale attribue l'arrêt de la désinflation à la hausse du prix des produits pétroliers et n'a pas hésité à baisser à 11 % son taux d'intérêt. Depuis 1997, le forint a baissé de 30 % par rapport au dollar, soit de 18 % par rapport à l'euro. Les exportations hongroises ont continué à croître à un rythme élevé (10 % en 1999). Le déficit courant hongrois devrait rester de l'ordre de 4,5 points de PIB, là aussi financé par des investissements

directs étrangers. La croissance devrait être de 4,5 % en 2000 puis 5 % en 2001. Reste à savoir si l'objectif gouvernemental d'une inflation de 5 à 6 % en 2001 sera atteint.

La **République tchèque** sort péniblement d'une forte récession. Le PIB a baissé de 2,3 % en moyenne annuelle en 1998 et de 0,2 % en 1999. Au troisième trimestre 1999, sa croissance en glissement annuel était de 0,8 %. La production industrielle était en hausse de 7,5 % en décembre. Les enquêtes de conjoncture auprès des industriels se sont nettement redressées durant l'été. Par contre, l'enquête auprès des ménages est restée à de bas niveaux. Le taux de chômage est remonté de 5,2 % début 1998 à 9 % depuis juillet 1999. Il devrait demeurer élevé du fait des restructurations prévues dans l'industrie. Le taux d'inflation, qui était de l'ordre de 8 à 10 % avant la récession, se situait aux alentours de 1,5 % en 1999 ; il a remonté à 3 % en janvier 2000 en raison de la hausse des prix du pétrole ; il devrait se stabiliser vers 4 %, d'autant plus que le gouvernement prévoit un ajustement progressif des prix administrés. L'augmentation des salaires est restée forte (7,6 % en 1999, soit 5,5 % en termes réels), mais la hausse du chômage devrait la faire diminuer. Le taux d'intérêt a été baissé à 5,3 %, compte tenu des bonnes performances en matière d'inflation. En 1999, la couronne tchèque a gagné 4,3 % par rapport à l'euro. En raison de la récession, le déficit courant n'était que de 1 % du PIB en 1999, mais le solde public s'est fortement creusé : il est passé de l'équilibre en 1996 à un déficit de 1,5 point de PIB en 1998 et de 3,1 points en 1999. Le PIB augmenterait de 1,8 % en 2000, puis de 3 % en 2001.

Au total, les pays d'Europe centrale et orientale semblent repartir après une période difficile en raison de la répercussion de la crise russe et de la guerre du Kosovo (pour les pays des Balkans). Toutefois, la Pologne et la Hongrie n'ont guère réglé leurs problèmes d'inflation et de déficit extérieur, posant ainsi de délicats dilemmes à leurs politiques monétaires. La République tchèque peine à sortir de la récession.



## Royaume-Uni : croissance de croisière

Après avoir frôlé la récession à la fin de 1998, l'économie britannique a retrouvé le chemin de la croissance en 1999 : le PIB a augmenté de 2 % en moyenne annuelle et de 2,9 % en glissement sur un an. De la fin de 1998 à la fin de 1999, le taux de chômage a baissé de 6,3 à 5,9 % (au sens du BIT, soit de 4,6 à 4,1 % selon le concept national) tandis que l'inflation ralentissait de 2,6 à 2,2 % (mesurée par l'indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires). L'excédent du solde public s'est affirmé : 1,2 point de PIB en 1999 après 0,3 en 1998. Le déficit extérieur s'est cependant dégradé, malgré la reprise des marchés extérieurs, sous l'effet de l'appréciation de la livre et de la vigueur de la demande intérieure. Le solde courant était déficitaire de 1,8 point de PIB en 1999 (1,5 point en 1998). L'appréciation de la livre a permis au Royaume-Uni de devancer la France en terme de PIB en valeur pour la première fois depuis 1963 et de devenir la deuxième économie de l'UE.

Le gouvernement de M. Blair s'est donné pour objectif principal la recherche d'une croissance stable, évitant la succession d'épisodes de surchauffe et de récession, comme à la fin des années 1980. Le gouvernement souhaite maintenir la croissance sur un rythme de croisière voisin de la croissance tendancielle de moyen terme, qu'il estime être de 2,5 %. Le Comité de politique monétaire (CPM) doit, lui, veiller à ce que l'inflation ne s'écarte pas de plus de un point de la cible de 2,5 %. Depuis son indépendance en 1998, la Banque d'Angleterre a effectivement mené une politique de « petits pas », vigilante et préventive, augmentant les taux par tranches successives de 0,25 ou 0,5 point lorsqu'elle pressentait des risques inflationnistes (à partir du printemps 1998, craignant un dérapage des salaires), les baissant lorsqu'elle craignait un ralentissement trop fort (à l'automne 1998, constatant le ralentissement de la production et la dégradation de l'environnement international). Le fait que l'économie ait évité la récession, sauf dans l'industrie, au tournant de 1998/1999 semble valider l'influence, désormais majeure, de la politique monétaire, sur l'activité à court terme.

A partir de septembre dernier, le CPM a commencé à relever les taux d'intérêt pour les amener à 6 % en février dernier, soit une hausse d'un point. Les tensions inflationnistes n'étaient pourtant pas flagrantes. L'inflation de référence était de 2,2 % depuis le printemps ; du côté du marché du travail, l'accélération des salaires semblait modérée et, surtout, attribuable à des facteurs exceptionnels (primes) alors que le taux de chômage touchait ses plus bas niveaux depuis 1980. La progression des prix de l'immobilier, qui avait commencé à accélérer en 1996, atteignait cependant 15 % sur un an en février 2000, et renforçait les craintes d'un « boom » de consommation comme celui de la fin des années 1980.

En début d'année 2000, l'évolution des prix à la consommation était toujours particulièrement modérée (1,0 % en février pour l'IPCH, soit le taux le plus bas de l'Union européenne, encadré 2) ; le taux de chômage semblait stabilisé. La progression des rémunérations salariales était cependant de 6 % sur un an en février, soit 1 point de plus qu'en novembre 1999.

## **2. L'inflation britannique : 2,2 % ou 1,0 %**

Parmi les diverses mesures de l'inflation britannique, deux méritent une attention particulière, du fait de leurs implications dans la conduite des politiques monétaires.

L'indice de référence de la Banque d'Angleterre est l'indice des prix de détail, hors intérêts hypothécaires (RPIX). La politique monétaire doit veiller à ce que cet indice ne s'écarte pas de plus de un point de la cible fixée par le gouvernement à 2,5 %, en glissement sur douze mois. En février 2000, le glissement était de 2,2 %.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) sert de référence pour les critères de convergence du traité de Maastricht et a vocation à permettre des comparaisons internationales. L'indice correspondant aux pays de l'Union monétaire (IPCUM) est l'indicateur principal de la BCE dans sa gestion de la politique monétaire. Au Royaume-Uni, le glissement de l'IPCH était de 1,0 % en février dernier contre 2,0 % pour l'IPCUM, soit l'inflation la plus basse des pays de l'UE.

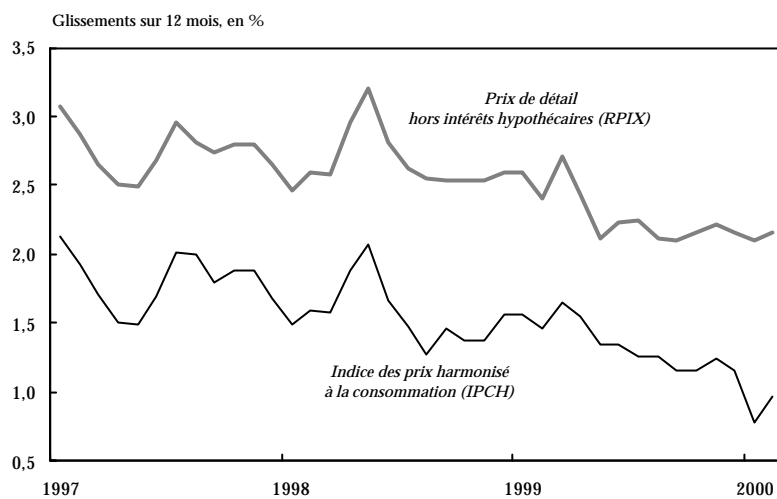
L'inflation de « référence » au Royaume-Uni est donc de 2,2 % ou de 1 % selon que l'on adopte un point de vue britannique ou européen. Depuis son lancement en 1997, l'IPCH<sup>1</sup> enregistre un glissement inférieur en moyenne d'un point à l'indice RPIX avec des écarts de plus ou moins 0,2 point autour de cette moyenne (graphique).

L'indice RPIX diffère de l'IPCH sur trois points principaux. Il correspond à l'indice des prix de détail (RPI), considéré outre-Manche comme l'indice le plus représentatif de la consommation des ménages, auquel on enlève les intérêts hypothécaires. Néanmoins, il reste dans l'indice des composantes liées aux coûts du logement (dépréciation du logement, impôts locaux et frais d'assurance), qui ne sont pas prises en compte dans l'IPCH. Ceci expliquerait environ 0,4 à 0,5 point d'écart entre les deux indices dans la période récente (tableau). Ensuite, la méthode d'agrégation des sous-indices de RPIX est arithmétique, celle de l'IPCH géométrique : il en résulte un écart de 0,5 à 0,6 point. Diverses différences dans le choix des produits retenus expliquent les 0,1 à 0,2 point restants. En janvier 2000, l'écart s'est creusé à 1,3 point, ce qui n'est pas exceptionnel. Par ailleurs, plusieurs modifications interviennent dans l'IPCH à partir de cette date : l'indice prend désormais en compte des biens liés à la santé et à l'éducation, et porte sur la consommation

1. L'ONS a reconstitué un IPCH sur plus longue période, mais considère que la comparaison des deux indices n'est vraiment fiable qu'à partir de 1996.

des résidents (donc y compris les achats liés au tourisme), ce qui est une différence de plus avec RPIX qui ne porte que sur la consommation des ménages britanniques. Selon l'ONS, ces modifications abaisseraient l'indice IPCH de 0 à 0,2 point en 1999<sup>2</sup>.

#### Royaume-Uni : indices des prix à la consommation



Source : ONS.

#### Écarts entre l'indice des prix de détail (RPIX) et l'IPCH

	Évolutions sur un an, en %		Écarts IPCH -RPIX, en points		
	RPIX	IPCH	Méthode d'agrégation	Composantes logement	Autres différences
Janvier 1999	2,6	1,6	- 0,52	- 0,41	- 0,10
Janvier 2000	2,1	0,8	- 0,55	- 0,57	- 0,18
Février 2000	2,2	1,0	- 0,59	- 0,53	- 0,09

Source : ONS.

2. Ces mesures sont détaillées dans : ONS, J. O'Donogue : « Harmonised Index of Consumer Prices : update on methodological developments », *Economic Trends*, mars 2000, et Eurostat : Mémo 02/2000, février 2000.

Les conditions monétaires se sont durcies depuis le début de 1999, d'abord en terme de taux de change réels, ensuite de taux d'intérêt, de sorte que la détente qui avait été amorcée au troisième trimestre de 1998 était effacée au début de l'an 2000. Selon une règle de Taylor, le taux d'intérêt approprié à la situation conjoncturelle serait plus proche de 5 % que de 6 %<sup>5</sup> au début 2000. Nous avons retenu, vu les tensions sur les prix de l'immobilier et, peut-être, sur les salaires, une hausse supplémentaire de 0,5 point à l'horizon du troisième trimestre 2000, suivie d'une légère détente en 2001, lorsque la croissance ralentirait. Les taux courts réels étaient au début 2000 de 4 points, ou de 5 déflatés par l'IPCH, soit supérieurs de plus de 3 points à ceux de la zone euro et pratiquement équivalents aux taux américains. Par contre, les taux longs nominaux étaient proches de ceux de la zone euro.

La livre s'est appréciée de 8 %, en terme nominal et réel, depuis le début de 1999. Elle reste donc à des niveaux supérieurs à son taux de change réel « d'équilibre ». Si l'on évalue ce taux de change par la valeur moyenne des vingt dernières années, la surévaluation est de l'ordre de 15 %. L'évolution des différentiels d'intérêt et de conjoncture vis-à-vis des États-Unis et de la zone euro, devrait permettre une dépréciation de la livre vis-à-vis de l'euro à l'horizon 2001 (1,45 euro, soit 2,9 DM, contre 1,63 début 2000). La Banque d'Angleterre doit gérer une situation où la livre, déjà élevée, tend à s'apprécier, ce qui réduit les pressions inflationnistes internes, mais dégrade la situation compétitive de l'industrie britannique. Une politique monétaire plus restrictive accentuerait ce déséquilibre, mais le CPM ne pourra pas l'éviter s'il souhaite freiner la croissance de la demande intérieure, et tout particulièrement celle de la consommation des ménages.

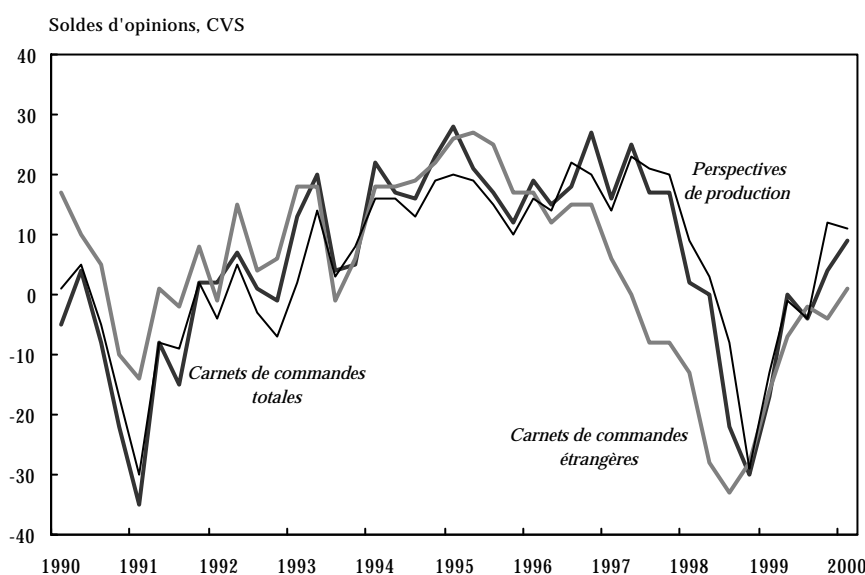
La croissance du PIB s'est établie sur un rythme légèrement supérieur à 2,5 % au second semestre de 1999. Elle pourrait avoir atteint un palier au premier trimestre 2000. Les resserrements récents de la politique monétaire devraient ralentir l'économie. Les enquêtes dans l'industrie semblaient marquer le pas en début d'année. Mais les inconnues principales portaient, à très court terme, sur la consommation des ménages et la montée de tensions inflationnistes, du côté des salaires et des prix de l'immobilier.

Au début de l'an 2000, les enquêtes se sont stabilisées dans l'industrie. Ce ralentissement, encore ténu, pourrait refléter un effet « an 2000 » : l'activité aurait été soutenue à l'approche de l'an 2000 et par contrecoup le serait moins en début d'année. Mais il pourrait aussi être la première

5. En posant :  $r = p + 0,5 (p - 2,5) + 0,5 ey + 2,2$  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 2,2 % au premier trimestre ;  $ey$  : écart de production qui serait, sous les hypothèses du gouvernement, de l'ordre de 0,3 (0,1 % pour l'année fiscale 1999/2000 et 0,4 % en 2000/2001) et 2,2 : constante représentant le taux réel d'équilibre de longue période que Taylor considère voisin du taux de croissance tendanciel. Le taux d'intérêt neutre serait de 4,5 %.

marque du durcissement des conditions monétaires. La production manufacturière a en effet fléchi en décembre et en janvier (- 0,7 % en deux mois). L'augmentation de la production était toutefois de 1,9 % sur un an en janvier. L'enquête trimestrielle de la CBI en janvier indiquait la poursuite de l'amélioration de la situation de l'industrie (graphique 17), mais les enquêtes mensuelles de février semblaient moins bien orientées, notamment celles sur les perspectives de production. Selon les indices des directeurs d'achat (PMI-CIPS) l'activité continuait à progresser dans l'industrie manufacturière en janvier et février, mais au rythme le plus lent observé depuis mai 1999 ; par contre l'activité des services ne montrait pas de signe de ralentissement.

### 17. Royaume-Uni : enquêtes dans l'industrie manufacturière



Source : CBI.

La consommation des ménages a constitué le principal moteur de la reprise en 1999 : en progressant de 4 % en moyenne annuelle, elle a contribué à hauteur de 2,6 points à la croissance du PIB. La confiance des ménages, en amélioration régulière depuis l'automne 1998, n'avait cependant pas encore retrouvé au début de l'an 2000 les niveaux du printemps 1998. Après une nette amélioration en décembre et janvier, elle était en léger repli en février. Les ventes de détail ont connu le même mouvement : progression très forte en janvier et repli en février. Elles ont probablement aussi été poussées transitoirement à la hausse par un effet « an 2000 ». Le glissement sur un an des ventes de détail, 4,7 % en volume en février, laisse présager la poursuite d'une consommation des ménages dynamique au premier trimestre.

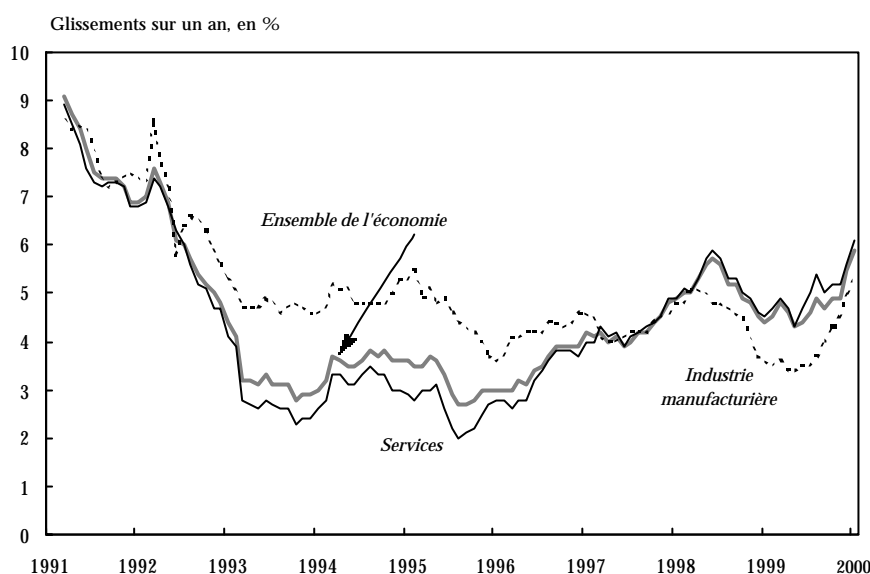
La consommation des ménages a été soutenue par la progression des revenus en 1999. Le taux d'épargne aurait baissé d'un demi-point et serait voisin de 5 % à la fin de 1999. La consommation pourrait être soutenue en 2000 par un effet richesse. La richesse nette des ménages s'est nettement accrue depuis le milieu des années 1990. Le rapport de la richesse nette au revenu était d'un peu plus de 5 points en 1995 et de 7 en 1999. Au cours de cette période, les prix des actifs boursiers ont progressé de 80 %, ceux de l'immobilier de 40 %. Du quatrième trimestre de 1998 au quatrième trimestre de 1999, les cours boursiers ont augmenté de 20 %, ceux de l'immobilier de 13 %. Le patrimoine immobilier des ménages était de 1500 milliards de livres à la fin de 1998, et de l'ordre de 1 700 milliards un an plus tard ; la richesse financière nette de respectivement 2 100 milliards et environ 2 300 milliards. Les résultats économétriques suggèrent une propension marginale à consommer d'environ 5 pence pour 1 livre de richesse, immobilière ou financière, supplémentaire au Royaume-Uni.<sup>6</sup> L'augmentation de richesse de 400 milliards en un an en 1999, correspondrait donc à 20 milliards de livres de consommation, soit environ 1,3 %.

L'inflation ne montrait pas de signe d'accélération en février 2000. Les créations d'emplois se poursuivaient, mais le taux de chômage avait cessé de baisser depuis la fin de l'année (soit 5,9 % au sens du BIT). La progression des rémunérations, mesurées selon l'*Average earnings index* (AEI) accélérât cependant (graphique 18) : 5,9 % en glissement sur un an en novembre-janvier, pour l'ensemble de l'économie, soit un point de plus en deux mois. L'AEI retrace l'évolution des rémunérations par tête : salaire de base, heures supplémentaires et primes. Le rapport sur l'inflation publié par la Banque d'Angleterre en février, soulignait les évolutions différentes du salaire de base et des autres composantes. L'évolution du salaire de base est stable, voire légèrement en baisse, depuis 1998, à un peu plus de 3 %. Ce sont les autres composantes qui font les fluctuations de salaires, à la baisse comme à la hausse. Les heures supplémentaires n'ont guère augmenté dans la période récente. Mais, habituellement, les rémunérations reflètent en fin d'année le versement de primes liées aux bénéfices des entreprises. Cette année, la hausse observée pourrait aussi résulter de primes exceptionnelles, liées au passage à l'an 2000 (notamment pour faire face aux problèmes informatiques anticipés). Ces éléments ne sont que transitoires. Ce n'est que si la tendance à la hausse perdurait, qu'elle pourrait être attribuée à des difficultés de recrutement qui conduiraient les entreprises à offrir des compléments de rémunération. C'est dans les services que les rémunérations progressent le plus rapidement (6,1 % sur un an en novembre-janvier), et dans le secteur public le moins (3,9 %). La progression est de 5,4 % dans l'industrie manufacturière. L'augmentation

---

6. C. Houizot, H. Baudchon, C. Mathieu et F. Serrano : « Plus-values, consommation et épargne, une estimation de l'effet richesse aux États-Unis et au Royaume-Uni », *Revue de l'OFCE* n° 73, avril 2000.

## 18. Royaume-Uni : rémunérations\*



\* Average Earnings Index.

Source : ONS.

des salaires réels dans le secteur privé est proche de 4 %. Cela ne semble pas compatible avec les gains de productivité de l'ensemble de l'économie, qui étaient de 1 % en 1999. Par contre, cela l'est dans l'industrie manufacturière, où les gains de productivité ont fortement accéléré avec la reprise et étaient de 5,6 % en fin d'année. Nous avons fait l'hypothèse que les salaires ralentiraient dans les mois qui viennent, une fois passées les hausses exceptionnelles de la fin d'année, mais le risque d'une dérive à la hausse existe.

L'investissement des entreprises a augmenté moins rapidement en 1999 que lors des années précédentes et le taux d'investissement s'est stabilisé à un haut niveau. En 1999, l'investissement a reculé dans l'industrie et progressé dans les services. Les perspectives d'investissement continuaient de se redressaient en janvier 2000, selon les enquêtes de la CBI. L'investissement des entreprises progresserait d'environ 4 %. L'investissement logement des ménages serait freiné par la hausse des taux d'intérêt et la suppression de l'avantage fiscal sur les intérêts à partir d'avril 2000.

Les variations de stocks pèseraient négativement sur la croissance au premier trimestre 2000, compensant la forte hausse du quatrième trimestre 1999. Le comportement de stockage resterait prudent en 2000 : les perspectives de léger ralentissement de la demande n'inciteraient pas les entreprises à augmenter leurs stocks au cours des prochains trimestres.

Le niveau élevé de la livre a pesé sur les exportations britanniques. Néanmoins, le regain de croissance mondiale est venu à point nommé soutenir la reprise britannique en 1999. Cela devrait encore être le cas à l'horizon 2001. Les perspectives de croissance envisagées dans notre prévision devraient permettre une progression des exportations britanniques de l'ordre de 6 % par an, malgré la poursuite des pertes de parts de marché résultant de l'évolution de la compétitivité. La remontée de l'euro en 2001 permettrait cependant de limiter la dégradation des parts de marché. Les importations resteraient soutenues du fait de la croissance de la demande intérieure. Le déficit du solde courant serait de l'ordre de deux points de PIB.

La croissance serait de 3,1 % cette année et de 2,6 % l'an prochain, avec un certain rééquilibrage de ses composantes externe et internes (tableau 12). L'inflation resterait inférieure à la cible de politique monétaire cette année et s'en rapprocherait l'an prochain. La politique budgétaire aurait un impact légèrement expansionniste en 2000 et 2001 (encadré 3). Les principaux aléas à la hausse sont ceux d'une consommation des ménages plus vigoureuse sous l'effet de progressions des rémunérations et de la richesse plus rapide qu'anticipé ; à la baisse, ceux d'une remontée des taux d'intérêt plus rapide et d'un krach boursier. Mais la croissance britannique vogue peut-être durablement sur un long fleuve tranquille.

### 12. Royaume-Uni : contributions à la croissance du PIB

En points

	1999	2000	2001
Consommation des ménages	2,6	2,3	1,6
Consommation publique	0,6	0,5	0,5
FBCF totale	1,0	0,9	0,8
Exportations de biens et services	0,8	1,8	1,9
Importations de biens et services	- 2,5	- 2,9	- 2,3
Variations de stocks	- 0,7	0,3	0,1
PIB *	2,0	3,1	2,6

\* La somme des contributions est inférieure de près de 0,2 point à la croissance du PIB en 1999, ce qui correspond à l'écart entre le PIB et les composantes, les comptes des deux dernières années n'étant pas équilibrés. Cet écart est maintenu en prévision à sa valeur du quatrième trimestre 1999.

Sources : ONS (*UK output, income and expenditure*, 4<sup>th</sup> quarter 1999, 28 février 2000), prévisions OFCE.



### 3. Royaume-Uni : le budget 2000

Le budget 2000 confirme les objectifs des budgets précédents : stabilité macroéconomique, augmentation de la productivité de l'économie, incitations au travail, soutien aux familles. Le budget comporte la poursuite du Programme *New Deal*, et son extension aux plus de 50 ans, la baisse d'un point du taux d'imposition de base (*basic rate*) à 22 % à partir d'avril 2000, le relèvement du *Working Family Tax Credit* (WFTC) à partir de juin 2000, et du crédit d'impôt pour enfants (*child credit*) qui se substituera en avril 2001 à l'abattement dont bénéficiaient les couples mariés ; le relèvement du salaire minimum à 3,7 livres (pour le taux adulte, qui est de 3,6 livres actuellement) à partir d'octobre 2000 \*. De nouvelles réductions d'impôts bénéficient aux petites entreprises. La progression de la fiscalité pétrolière est réduite. L'imposition des plus-values est diminuée. Enfin, la suppression de la retenue à la source de 20 % sur les obligations internationales détenues par les résidents est un pied-de-nez à l'Europe.

Du côté des dépenses, l'accent est mis sur l'éducation et la santé (+ 6 % par an en termes réels pour les quatre années à venir). La consommation des administrations progresserait de près de 2,5 % en termes réels. L'investissement public, dont la part dans le PIB a chuté depuis le début des années 1970, devrait augmenter, l'objectif étant de le ramener à 1,8 point de PIB en 2003-2004.

Le cadrage macroéconomique du budget est proche du consensus des prévisions (et de la nôtre). La fourchette de croissance est de 2,75/3,25 % pour 2000, et de 2,25/2,75 % pour 2001. L'inflation serait inférieure à la cible cette année et la rejoindrait ensuite. Sous ces hypothèses, le solde public resterait excédentaire (1,3 point de PIB en 1999/2000 et 0,3 en 2001/2002, au sens de Maastricht) et la dette continuerait à baisser relativement au PIB (44,1 % en 1999/2000, 40,2 en 2001/2002). L'impulsion budgétaire aurait été de - 1,1 point de PIB en 1999 ; elle serait de + 0,6 en 2000 et + 0,4 en 2001.

\* Un an après la mise en place du salaire minimum, l'hypothèse selon laquelle il n'aurait pas d'impact négatif important en termes d'emplois, est validée, par la CBI par exemple.

## 13. Royaume-Uni : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 mrdrs £	Variations par rapport à la période précédente, en % *																		
		1999				2000				2001				1998	1999	2000	2001			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4							
Dépenses de consommation finale des ménages (1)	504,8	1,9	1,1	0,6	0,8	1,3	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	3,2	4,0	3,5	2,4
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	141,8	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	3,4	2,7	2,5
FBCF	145,9	-0,1	1,4	0,2	1,7	0,9	1,3	1,2	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	11,2	5,1	4,4	4,3
Variations de stocks, en mrdrs £1995	3,5	0,5	-1,5	-1,3	0,6	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	3,5	-1,7	0,9	1,2
Dépenses totales en biens et services	796,0	1,2	0,1	0,7	1,9	0,9	1,0	0,7	1,9	0,9	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6	0,7	4,1	3,4	3,9	2,8
Exportations de biens et services	242,0	-1,3	2,5	5,7	-1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	2,4	2,6	5,8	6,0
Importations de biens et services	266,2	1,6	0,5	4,3	1,8	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	8,8	7,1	7,9	6,0
PIB	772,8	0,4	0,7	1,0	0,8	0,7	0,9	0,6	0,5	0,7	0,9	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7	2,2	2,0	3,1	2,6
Solde courant, en points de PIB	0,0	-1,5	-1,5	-1,4	-2,1	-2,0	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,5	-1,5	0,0	-1,5	-2,1	-1,7

\* A l'exception des lignes « variations de stocks » et « solde courant ».  
 1. Y compris ISEL SM.  
 Sources : ONS, prévisions OFCE

## Zone euro : *europhorie*

La conjoncture dans la zone euro est la meilleure depuis 10 ans grâce à la combinaison de la reprise du commerce mondial, du bas niveau de l'euro, du moral élevé des ménages européens, du bas niveau des taux d'intérêt et des efforts accrus d'investissement.

Le ralentissement de la croissance européenne amorcé en 1998 aura été de courte durée et la reprise du second semestre de 1999 est dynamique. L'accélération des exportations au troisième trimestre de 1999 a été de grande ampleur (+ 3 % par rapport au trimestre précédent). La croissance a été aussi alimentée par le dynamisme de la consommation privée et de l'investissement. Si les résultats du quatrième trimestre n'ont pas mis en évidence une nouvelle accélération, la croissance est cependant demeurée dynamique. Les PIB de la zone euro et de l'Union européenne ont ainsi crû à un rythme trimestriel de 1 % au troisième trimestre de 1999, pour revenir à + 0,9 % au quatrième trimestre. Ces performances globales masquent toutefois des rythmes différents entre les pays (tableau 14). Le rebondissement de la croissance au troisième trimestre a pourtant été commun à l'ensemble des pays européens, y compris l'Allemagne et l'Italie, pays qui freinaient la croissance globale du PIB de l'Union européenne depuis 1996. Seule la Finlande, dont la croissance du PIB au deuxième trimestre avait déjà été vigoureuse, connaît un léger tassement de l'activité. L'accélération de la croissance a d'ailleurs été sensible dès le deuxième trimestre dans un certain nombre de pays : Belgique, Espagne, France, Pays-Bas, Danemark, Royaume-Uni.

Illustrant l'embellie générale de la conjoncture et des perspectives, l'indicateur de confiance économique a atteint un nouveau maximum historique pour la zone euro et l'Union européenne en février 2000. Les hausses les plus importantes concernent la Finlande et le Danemark, ce dernier sortant progressivement de l'atonie de l'activité induite par une politique budgétaire restrictive. A l'inverse, l'Autriche enregistre la plus forte baisse.

La reprise a profité en premier lieu à l'industrie, comme l'illustre la hausse de l'indicateur de confiance de ce secteur. Le moral des chefs d'entreprise n'a cessé de s'améliorer depuis le printemps 1999 et a rapidement retrouvé un niveau supérieur à la moyenne de longue période. S'appuyant sur la reprise du commerce international qui a stimulé les exportations de tous les pays de l'Union européenne, la production industrielle s'est nettement accélérée depuis le début de l'année 1999 (graphique 19). La production de l'industrie manufacturière a ainsi augmenté de 4 % en glissement annuel en décembre 1999, contre une chute de 1,5 % un an auparavant. Les carnets de commandes étrangères apparaissent désormais bien garnis. Les soldes d'opinions sur les carnets de commandes se sont à nouveau relevés en février dans tous

les pays. Ils se rapprochent désormais de leurs maximums historiques, excepté en Allemagne, Autriche, au Danemark et au Royaume-Uni, où une marge supplémentaire d'appréciation semble permise.

Aussi, les perspectives de production s'installent-elles à de très hauts niveaux dans la plupart des pays. Le redressement des perspectives se poursuit en Allemagne et en Autriche. Le mouvement de déstockage s'est prolongé : les stocks sont jugés de plus en plus légers depuis le début de l'année dernière dans tous les pays, à l'exception de la Belgique où le retournement des opinions, traditionnellement plus précoce, s'est opéré au dernier trimestre de 1999. Le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté d'un point au premier trimestre de 2000 par rapport au trimestre précédent, tant dans la zone euro que dans l'UE, pour s'établir autour de 83 %. Ce redressement s'explique par les fortes augmentations britanniques, finlandaises et belges. Des besoins en capacités s'amplifient dans tous les pays, sauf au Danemark et au Royaume-Uni où subsistent des marges de manœuvre.

#### 14. Dispersions dans l'Union européenne en 1999

En %

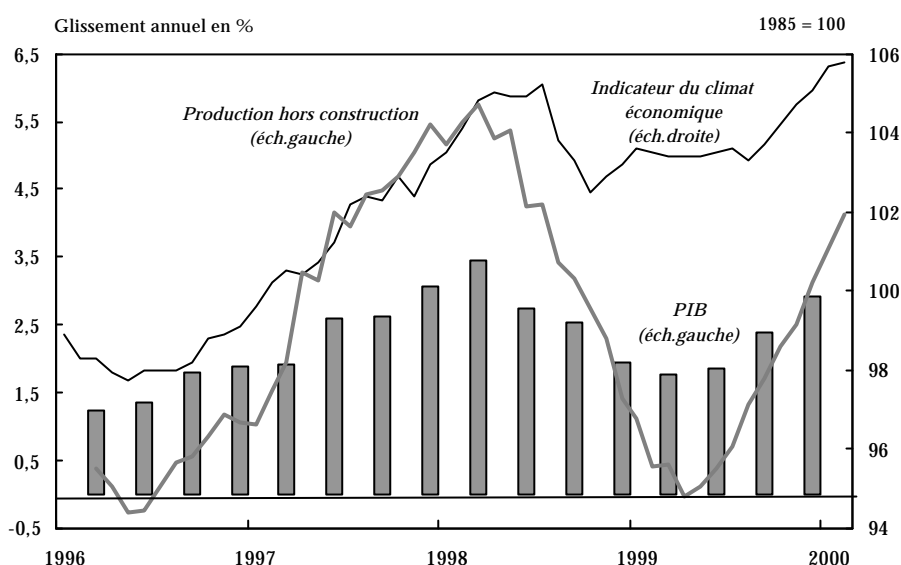
	PIB <sup>1</sup>	Production industrielle (hors construction) <sup>1</sup>	Taux de chômage harmonisé <sup>2</sup>	PRIX (IPCH, février 2000, GA)
Allemagne	2,3	1,1	8,8	2,1
Autriche	3,5*	5,5	4,2	1,9
Belgique	2,9*	1,5	8,6	2,1
Espagne	4,0	4,2	15,1	3,0
Finlande	2,8*	7,0	10,0	2,7
France	3,1	4,2	10,3	1,5
Irlande	n.d	8,7*	5,8	4,6
Italie	2,1	3,1	11,1**	2,4
Pays-Bas	3,9	1,4	2,7*	1,5
Portugal	n.d	2,8	4,2	1,6
<b>Zone euro</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>9,6</b>	<b>2,0</b>
Danemark	0,9*	4,0	4,1*	2,8
Grèce	n.d	1,3	n.d	2,6
Royaume-Uni	2,9	1,9	5,9**	1,0
Suède	3,5*	3,4	6,4	1,4
<b>UE</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>8,8</b>	<b>1,9</b>

1. Glissement annuel en T4 sauf \* en T3.

2. En janvier sauf \* en décembre, \*\* en novembre.

Sources : Instituts de statistiques nationaux, Eurostat.

## 19. Rebond de l'activité dans l'Union européenne



Sources : Eurostat ; Commission européenne.

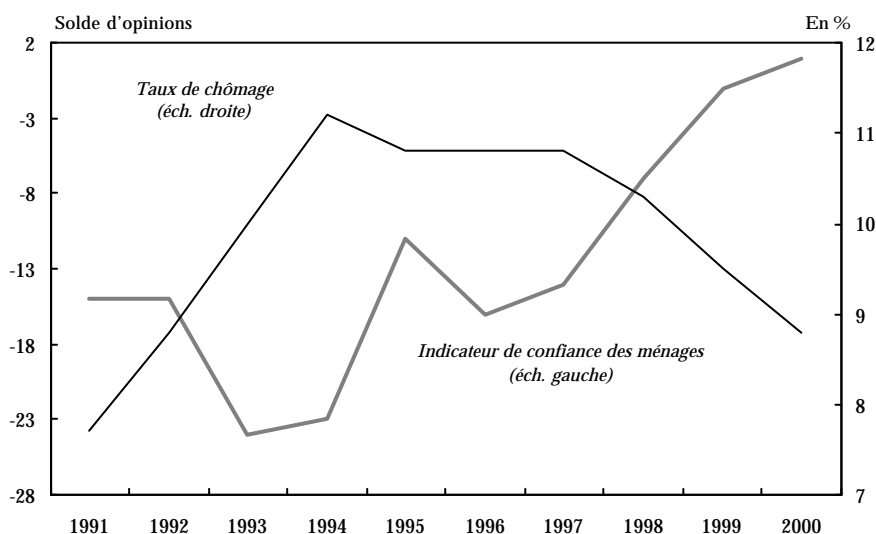
L'indicateur de confiance dans la construction s'est également redressé jusqu'en janvier 2000 et la reprise de la construction paraît globalement robuste et durable. Les performances semblent toutefois assez différentes selon les pays, puisque l'indicateur s'inscrit légèrement en recul en Allemagne et stagne au Portugal, en Suède et au Royaume-Uni. En Allemagne, les carnets de commandes de ce secteur poursuivent leur tendance baissière amorcée au troisième trimestre de 1999. Globalement en Europe, la confiance s'est légèrement tassée en février 2000, mais demeure à un haut niveau, augurant d'une poursuite de la reprise de ce secteur.

Les perspectives d'emplois dans l'industrie et la construction se sont nettement redressées au dernier trimestre de 1999 et au premier trimestre de 2000. Ce redressement est particulièrement marqué en France, en Belgique et en Grèce. En Allemagne et au Portugal, le redressement est beaucoup plus timide. En Espagne, en Italie et aux Pays-Bas, les soldes d'opinion se sont stabilisés à un haut niveau depuis 1997. L'emploi devrait poursuivre sa hausse en 2000. Le taux de chômage de la zone euro s'est établi à 9,6 % en janvier 2000, en retrait de 0,8 point sur un an (graphique 20). Il est légèrement plus faible pour l'Union européenne à 8,8 %. Le taux de chômage est inférieur à 5 % dans cinq pays (Autriche, Danemark, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal) et s'en rapproche dans trois autres (Irlande, Royaume-Uni et Suède). Il reste en revanche supérieur à 10 % dans cinq autres pays (Espagne, Finlande, France, Grèce et Italie), bien qu'en diminution continue.

La demande intérieure est restée dynamique depuis 1998, soutenue par les créations d'emplois. La vigueur de la demande intérieure a en partie compensé la chute des exportations au cours de l'hiver 1998-1999, toutefois beaucoup plus nettement en France ou aux Pays-Bas qu'en Allemagne ou en Italie. La reprise de la consommation n'a pas la même ampleur dans tous les pays ; des signes de saturation des besoins en biens durables apparaissent aux Pays-Bas, alors que d'autres pays ont connu un redémarrage de la consommation moins fort et plus tardif (Italie). Les perspectives pour 2000 sont très favorables. En effet, l'indicateur de confiance des ménages pour l'ensemble de l'Union européenne a atteint un maximum historique en janvier 2000, avant de revenir en février au niveau de décembre (graphique 20). Le redressement de la confiance des ménages concerne tous les pays. Toutes les composantes de l'indicateur de confiance des ménages s'améliorent, tant la situation financière que la perspective d'achats importants. En particulier, les ménages prévoient une baisse du chômage dans tous les pays, ce qui devrait libérer une partie de l'épargne de précaution et soutenir la consommation dans les trimestres à venir.

Si on écarte les risques de krach boursiers ou de chute du dollar, la croissance de l'activité pourrait se relever nettement en Europe en 2000 et 2001. Ainsi, la croissance du PIB dans la zone euro serait de 3,6 % cette année, contre 2,2 % en 1999. Ce rythme d'expansion se maintiendrait en 2001, où la croissance s'établirait à 3,4 % en moyenne annuelle, le léger ralentissement entre 2000 et 2001 s'expliquant par un acquis de croissance pour 2000 particulièrement important à la fin de 1999 (+ 1,3 %).

#### 20. Taux de chômage et indicateur de confiance des ménages dans l'Union européenne



Sources : Eurostat ; Commission européenne.

Les exportations resteraient dynamiques, bénéficiant des effets retardés de la dépréciation de l'euro et du redémarrage des économies asiatiques. Les exportations de la zone euro augmenteraient ainsi respectivement de 9,1 % et 7,7 % en 2000 et 2001. L'environnement international légèrement moins favorable serait par ailleurs compensé par une demande intérieure toujours très vigoureuse. L'amélioration des perspectives de production devrait inciter les entreprises à maintenir leur effort d'investissement, stimulé aussi par la nécessité de rattraper le retard accumulé dans les nouvelles technologies. Dans un contexte de raffermissement de la demande, les industriels reconstitueraient progressivement leurs stocks, ce qui soutiendrait encore la croissance de la production industrielle. L'augmentation des prix de vente industriels pousserait en ce sens, les chefs d'entreprises estimant désormais que le point bas des prix industriels a été atteint. Enfin, la croissance de la consommation des ménages devrait également se relever, puisque, en relation avec le dynamisme de l'activité, le rythme des créations d'emplois devrait s'affermir encore. La consommation privée augmenterait à un rythme supérieur à 3 % dans la zone euro et dans l'Union européenne en 2000 et 2001. La croissance de la consommation se maintiendrait au-dessus de 3 % dans tous les pays, excepté en Allemagne, Autriche, Danemark et Italie, où l'accélération serait plus progressive. A l'inverse, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Finlande, l'Espagne et l'Irlande connaîtraient une décélération de la consommation entre 2000 et 2001 par effet de saturation.

La reprise généralisée de l'activité dans la zone euro s'accompagne d'un rapprochement des conjonctures nationales. Les taux de croissance du PIB de la zone euro, mais aussi plus largement de l'Union européenne, convergent autour de 3 % à l'horizon de notre prévision. Au niveau de la croissance annuelle, l'écart-type continue de se réduire progressivement jusqu'en 2001. Les deux extrêmes sont le Danemark, avec une croissance prévue de l'activité de 2,1 % en 2001, et l'Irlande, avec 7,1 %. Les autres performances pour 2001 sont comprises entre 2,7 % (Royaume-Uni et Autriche) et 4,1 % (Grèce).

L'*europhorie* ambiante doit être nuancée par les risques inflationnistes. Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation s'est établi en février 2000 à 2 % pour la zone euro et à 1,9 % pour l'Union européenne. Le glissement est supérieur à 2 % dans 9 pays sur 15 ; il ne dépasse la barre des 3 % qu'en Irlande (+ 4,6 %) où les risques de surchauffe de l'économie sont les plus préoccupants. Ces divergences sont le reflet des décalages cycliques des pays de l'UE. Au sein de la zone euro, la Banque centrale européenne a opéré un nouveau resserrement des conditions monétaires qui ne devrait toutefois pas entamer la dynamique de croissance actuelle.

D'autre part, on observe d'ores et déjà une augmentation des prix à la production, déprimés auparavant. La hausse est de 3,8 % en

glissement annuel en décembre 1999 pour l'industrie manufacturière de l'Union européenne, contre - 2,3 % en décembre 1998, le point bas ayant été atteint au premier trimestre de 1999. Les perspectives de prix de vente se sont ainsi rapidement redressées dans l'industrie depuis le début de l'année dernière dans tous les secteurs (les hausses les plus importantes ont été enregistrées dans le secteur des biens intermédiaires), en raison du renchérissement du prix de l'énergie.

Les risques inflationnistes ne sont cependant pas alarmants, puisque le pic d'inflation serait mécaniquement atteint au premier trimestre de 2000 du fait du triplement du prix du pétrole en un an, principal facteur explicatif de l'inflation actuelle. La flambée des prix de l'énergie ne s'est certes pas encore totalement répercutée sur l'ensemble de l'économie. L'impact de l'inflation importée ne doit pas être négligé. Mais l'inflation sous-jacente européenne reste limitée à 1 % en décembre 1999 en glissement annuel et ses hausses prochaines devraient rester modérées, en deçà de 1,5 %. Malgré la forte reprise annoncée en Europe, la surchauffe n'est pas à craindre : les plus grands pays sont encore en situation de sous-emploi, la modération salariale reste de rigueur dans un certain nombre de pays, et la pression concurrentielle dans certains secteurs (télécommunications, transports, distribution d'énergie, eau, assurances) pousse les prix à la baisse, les efforts d'investissements importants en 2000 et 2001 devraient créer des capacités supplémentaires. Aussi, une hausse sensible de l'inflation sous-jacente est-elle improbable. L'augmentation des prix à la consommation s'élèverait à 1,6 % en moyenne en 2000 pour revenir à 1,1 % en 2001.

L'utilisation d'une politique budgétaire active pour soutenir la demande intérieure a été largement débattue au cours de l'ajustement de l'activité de l'hiver 1998-1999. Or la première année de l'euro était considérée comme essentielle pour la construction de la crédibilité de la zone. C'est donc cet objectif qui a prévalu au détriment d'une politique budgétaire expansionniste en 1999. Cette recherche de crédibilité n'est plus aussi nécessaire en 2000. Le dilemme budgétaire actuel se pose entre une réduction plus rapide des déficits publics et une réduction des impôts. En 1999, grâce à la croissance et à la baisse des charges d'intérêts, la réduction des déficits publics s'est poursuivie, dépassant largement les prévisions des programmes de stabilité de 1999 ; dès 1999 ont été réalisés les objectifs 2000 des nouveaux programmes de 2000-2003 (encadré 4). L'amélioration des positions budgétaires résulte aussi d'une politique budgétaire encore restrictive dans quelques pays (Danemark, Allemagne, Royaume-Uni, Finlande). La politique budgétaire de la zone pourrait être légèrement expansionniste en 2000 et 2001 (tableau 15). En effet de nombreux gouvernements prévoient d'utiliser les dividendes de la croissance à des baisses d'impôts. En 2001, l'impulsion budgétaire de la zone euro serait ainsi positive (+ 0,3 point de PIB). Elle s'établirait également à 0,3 point de PIB pour l'Union européenne.



## 15. Impulsions budgétaires \*

En points de PIB

	1998	1999	2000	2001
Allemagne	- 1,1	- 1,0	- 0,3	0,6
Autriche	0,1	- 0,1	0,3	0,0
Belgique	- 0,4	- 0,1	0,3	0,0
Espagne	0,3	0,2	0,8	0,3
Finlande	- 1,2	- 0,7	- 0,1	0,4
France	0,2	- 0,2	0,4	0,3
Irlande	1,2	1,1	1,2	0,4
Italie	0,4	- 0,2	0,4	0,0
Pays-Bas	0,4	0,4	0,0	0,2
Portugal	1,2	0,0	0,3	0,2
<b>Zone euro</b>	<b>- 0,1</b>	<b>- 0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
Danemark	- 0,3	- 2,3	0,4	- 0,4
Grèce	- 0,2	- 0,2	1,3	0,9
Royaume-Uni	- 2,3	- 1,1	0,6	0,4
Suède	- 3,5	0,4	1,0	0,1
<b>Union européenne</b>	<b>- 0,6</b>	<b>- 0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>

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

Sources : OCDE, sources nationales, calculs OFCE.

## 4. Les programmes de stabilité

Les pays de l'Union européenne doivent produire chaque année un programme annuel de stabilité (pour les pays de la zone euro) ou un programme de convergence (pour les pays de l'Union européenne hors UEM). Ces programmes présentent les choix budgétaires des gouvernements, qui doivent viser « l'objectif à moyen terme d'un solde budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent ». Les dernières estimations de déficit budgétaire pour la zone euro montrent un niveau de déficit nettement inférieur à celui prévu dans les programmes de stabilité de 1999. Généralement, les objectifs de déficit pour l'année 2000 ont déjà été réalisés en 1999. Les derniers programmes de stabilité publiés à la fin de 1999 ou au début de 2000 sont encore trop pessimistes. A 1,2 % du PIB, le déficit public moyen de la zone euro pour 1999 est inférieur de 0,7 point de PIB à l'objectif des premiers programmes et de 0,1 point à l'estimation de déficit issue des programmes révisés (tableau 1).

Les finances publiques des 15 pays de l'UE ont continué de s'améliorer en 1999. La Finlande, l'Irlande, le Luxembourg et les Pays-Bas ont ainsi dégagé un excédent budgétaire, rejoignant le Danemark, le Royaume-Uni et la Suède. Les programmes de stabilité 2000 sont basés sur une hypothèse prudente de croissance modeste au cours des trois prochaines années. Le scénario de croissance de l'OFCE est nettement plus favorable (0,75 point de croissance en plus en 2000 et 2001). Ainsi, il est très probable que les positions budgétaires réalisées soient sensiblement meilleures que celles prévues dans les programmes de stabilité.

La plupart des gouvernements affirment l'intention d'obtenir un budget excédentaire, ou au moins équilibré, à l'horizon de la période. Les objectifs

*1. Déficit public, dette publique et principaux indicateurs des finances publiques, de 1998 à 2003, pour la zone euro \**

En points de PIB	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Hypothèses de croissance du PIB</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
<b>Prévisions OFCE</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>		
Déficit public	- 1,9	- 1,3	- 1,1	- 0,8	- 0,5	- 0,1
Prévisions OFCE	- 1,9	- 1,2	- 0,6	- 0,4		
Dette publique	72,4	72,3	71,1	69,7	67,9	66,0
Recettes générales	43,3	43,7	43,4	43,1	42,7	42,5
Dépenses publiques	47,6	47,7	46,9	46,0	45,2	44,7

\* Selon les programmes de stabilité 2000 et les prévisions de l'OFCE

Sources : OFCE, calculs à partir des programmes de stabilité de chaque pays. Base comptable ESA95.

des politiques budgétaires présentés dans les programmes de stabilité des pays de la zone euro et dans les programmes de convergence des quatre autres pays de l'UE témoignent de la poursuite d'une forte modération de la croissance des dépenses publiques. Les dépenses publiques se contractent globalement en Europe en pourcentage du PIB depuis 1994. D'après les programmes présentés, leur part dans le PIB passerait de 47,7 points en 1999 à 44,7 en 2001, soit une baisse supplémentaire de 3 points de PIB. Pour une croissance annuelle moyenne du PIB de 2,6 %, les dépenses n'augmenteraient qu'à un rythme annuel de 0,9 %. Seul, le Portugal ne s'inscrit pas dans cette tendance. Simultanément, les recettes publiques devraient aussi s'inscrire sur une tendance baissière pour les années à venir, et atteindre 42,5 points de PIB en 2003, soit une baisse de 1,2 point de PIB par rapport à 1999. Cela implique une diminution de la pression fiscale, mais à un rythme moins élevé.

Le ratio de dette rapportée au PIB de la zone euro a reculé en 1999 pour la troisième année consécutive, après le pic de 72,8 % du PIB pour l'ensemble de l'UE affiché en 1996. Dans huit pays membres, il dépasse encore toutefois largement la valeur de référence de 60 % du PIB fixée dans le traité de Maastricht. En particulier, il reste supérieur à 100 points de PIB en Belgique, en Grèce et en Italie. Le ratio de dette publique a même légèrement augmenté en Allemagne, en Autriche et au Portugal. Il devrait continuer à diminuer globalement dans l'UE pour s'établir à 66 points de PIB en 2003.

Les différents programmes de stabilité montrent une convergence des orientations budgétaires des États membres. La plupart des pays choisissent une combinaison de réduction du déficit et d'allègement fiscal. De nombreux pays ont planifié ou poursuivent une réforme fiscale, qui comprend des incitations à l'emploi, une baisse de l'impôt sur le revenu ou un élargissement de l'assiette fiscale (en particulier en Italie et au Portugal). Le rythme des programmes de privatisations devrait ralentir progressivement. Dans ces conditions, le ralentissement de l'évolution des dépenses publiques ne laisse pas une grande marge de manœuvre. Cependant, les pays mentionnent l'aide à l'emploi, l'éducation et la formation, l'assistance sociale et la santé. La réforme du système des retraites est aussi souvent évoquée. L'écologie fait l'objet d'attentions dans les programmes des pays d'Europe du Nord, tandis que l'Espagne, l'Irlande et le Portugal mettent l'accent sur l'investissement public en infrastructures.

*2. Déficit public, dette publique et principaux indicateurs des finances publiques, de 1998 à 2003, pour les pays de la zone euro \**

En points de PIB		1998	1999	2000	2001	2002	2003	
Hypothèses de croissance du PIB	Belgique	2,8	1,7	2,5	2,5	2,3	2,3	
	Finlande	5,6	3,8	3,9	3,0	2,6	2,6	
	France	3,4	2,8	3,0	2,5	2,5	2,5	
	Allemagne	2,2	1,5	2,5	2,0	2,0	2,0	
	Irlande	8,1	8,4	7,4	6,5	5,7		
	Italie	1,3	1,3	2,2	2,6	2,8	2,9	
	Luxembourg	5,0	4,9	4,9	5,1	5,2	5,4	
	Pays-Bas	3,7	2,8	2,5	2,0	2,0		
	Portugal	4,0	3,1	3,3	3,6	3,6	3,5	
	Espagne	4,0	3,7	3,7	3,2	3,2	3,2	
	Déficit public	Belgique	-1,0	-1,1	-1,0	-0,6	-0,1	0,4
		Finlande	0,9	3,1	4,7	4,2	4,6	4,7
		France	-2,7	-2,1	-1,7	-1,1	-0,7	-0,3
		Allemagne	-1,7	-1,2	-1,3	-1,0	-1,0	-0,5
Irlande		2,1	3,2	3,3	2,8	2,9		
Italie		-2,7	-2,0	-1,5	-1,0	-0,6	-0,1	
Luxembourg		2,6	2,3	2,5	2,6	2,9	3,1	
Pays-Bas		-0,8	-0,6	-0,6	-1,3	-1,1		
Portugal		-2,1	-2,0	-1,5	-1,1	-0,7	-0,3	
Espagne		-2,3	-1,3	-0,8	-0,4	0,1	0,2	
Dette publique		Belgique	116,2	114,9	112,4	108,9	105,2	101,2
		Finlande	49,7	46,6	42,9	40,7	38,0	35,2
		France	60,3	60,3	59,4	59,0	58,4	57,7
		Allemagne	60,7	61,0	61,0	60,5	59,5	58,0
	Irlande	55,0	52,0	46,0	40,0	36,0		
	Italie	116,8	114,7	111,7	108,5	104,3	100,0	
	Pays-Bas	66,6	64,3	62,3	61,8	61,0		
	Portugal	58,0	56,6	57,1	55,2	53,3	51,0	
	Espagne	64,8	63,5	62,8	60,6	58,1	55,8	
	Dépenses publiques	Belgique	39,9	40,2	39,8	39,4	39,1	38,8
		Finlande	49,2	47,6	46,1	45,7	45,1	44,6
		France	54,2	53,9	53,0	52,2	51,7	51,1
		Allemagne	48,3	49,0	48,0	47,0	46,0	45,5
		Irlande	29,0	28,9	27,8	26,4	25,3	
Italie		49,2	48,7	47,8	46,9	45,8	45,0	
Luxembourg		42,3	44,1	42,7	41,7	40,5	39,3	
Pays-Bas		39,3	40,1	39,8	39,2	38,7		
Portugal		39,3	40,9	42,2	42,0	41,7	41,3	
Espagne		42,2	41,3	40,8	40,4	39,8	39,5	
Recettes générales		Belgique	46,6	46,4	45,8	45,5	45,4	45,2
		Finlande	51,2	51,2	51,4	50,4	49,9	49,3
		France	44,9	45,3	44,8	44,6	44,4	44,2
		Allemagne	42,3	43,0	42,5	42,5	42,0	42,0
	Irlande	34,5	34,1	33,7	32,8	32,6		
	Italie	46,5	46,7	46,3	45,8	45,3	44,9	
	Luxembourg	44,9	46,4	45,2	44,3	43,4	42,4	
	Pays-Bas	38,3	39,2	39,0	37,7	37,3		
	Portugal	40,4	43,0	44,7	44,8	44,9	45,0	
	Espagne	39,9	40,1	40,1	40,0	39,9	39,8	

\* Selon les programmes de stabilité 2000 et les prévisions de l'OFCE.

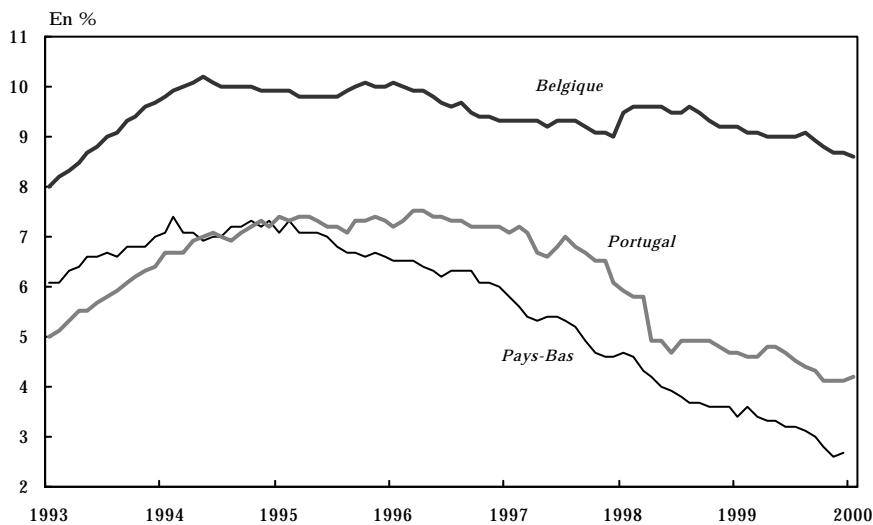
Note : Le programme de stabilité autrichien n'était pas disponible lors de l'élaboration de ce document.

Sources : OFCE, calculs à partir des programmes de stabilité de chaque pays. Base comptable ESA95.

## Belgique : signal précoce

Après un second semestre 1998 négatif, l'activité s'est précocement et fortement redressée en Belgique, dès le début de l'année 1999. En particulier, le deuxième trimestre marque un net rebond de l'activité, ce en dépit de la crise de la dioxine qui a déprimé la consommation, les exportations et les importations. L'investissement a été un des principaux moteurs de la croissance en 1999. Selon l'enquête sur l'investissement de la Banque nationale de Belgique (BNB), celui-ci devrait rester très dynamique dans les mois à venir. Cette enquête est traditionnellement un bon indicateur avancé de l'investissement européen. Les stocks devraient également contribuer positivement à la croissance en 2000, les opinions sur les stocks dans l'industrie s'étant retournées dès le dernier trimestre de 1999, bien avant l'ensemble de ses partenaires européens. Tandis que le chômage continue de diminuer (graphique 21), l'indicateur de confiance des ménages est revenu à un très haut niveau après le creux provoqué en mai et juin dernier par la crise de la dioxine. La nouvelle baisse du taux d'épargne et les allègements fiscaux devraient sensiblement soutenir les dépenses des ménages. La croissance de la demande intérieure devrait ainsi s'intensifier en 2000. La hausse des prix à la consommation n'est pas le signe d'un risque de surchauffe de l'économie, mais le reflet mécanique de la flambée des prix du pétrole. La modération salariale devrait être maintenue, en vertu de l'accord cadre conclu à la fin de l'année 1998. L'indicateur synthétique de l'activité de l'IRES s'est fortement redressé en fin d'année 1999, augurant une croissance soutenue en 2000. Le PIB augmenterait ainsi de 4,1 % en 2000 et de 3,1 % en 2001.

21. Taux de chômage harmonisés



Source : Eurostat.

## L'immarcescible vigueur de l'activité néerlandaise

L'ajustement de l'activité au ralentissement du commerce international a été moins perceptible aux Pays-Bas grâce à une croissance robuste de la consommation des ménages et de l'investissement. La croissance est de nouveau plus soutenue au second semestre de 1999, en liaison avec la forte reprise des exportations. L'industrie a tiré profit de l'amélioration de l'environnement international, amplifiant les efforts d'investissement, y compris dans le bâtiment. La situation de l'emploi s'améliore encore. Les Pays-Bas ont désormais le plus bas taux de chômage de l'Union européenne (graphique 21). Le nombre de créations d'emplois augmente, quoique à un rythme plus modéré qu'en 1997 et 1998. Des risques de saturation du marché de l'emploi sont perceptibles, comme l'augmentation du nombre d'emplois vacants (le taux de vacances a atteint en 1999 un niveau supérieur à celui de 1990), la hausse du taux de participation des femmes et l'appel à une main-d'œuvre étrangère dans certains secteurs. En 1997, le glissement annuel sur les salaires horaires dans le secteur manufacturier est remonté à 3 %, mais aucune accélération n'a été constatée depuis. Avec des gains de productivité faibles, les Pays-Bas ont cependant connu une remontée assez nette des coûts unitaires dans l'ensemble de l'économie en 1999. En 1999, la consommation des ménages a crû à un rythme beaucoup plus rapide que le revenu disponible brut, prolongeant ainsi la chute du taux d'épargne. La consommation des ménages serait soutenue par un effet de richesse liée à l'envolée des prix de l'immobilier et des cours boursiers. Pour les trimestres à venir, la consommation privée devrait ralentir, entraînée par une baisse de la consommation de biens durables par effet de saturation. Les risques inflationnistes semblent contenus, l'inflation se stabilisant autour de 2 % au début de 2000. Les prévisions de croissance du PIB en 2000 et 2001 s'établissent à 3,6 % et 3,2 %, ce qui représente un léger tassement de la croissance, celle-ci restant tout de même au-dessus de sa tendance de longue période.

## L'ombre de l'inflation ne ternit pas la croissance en Espagne

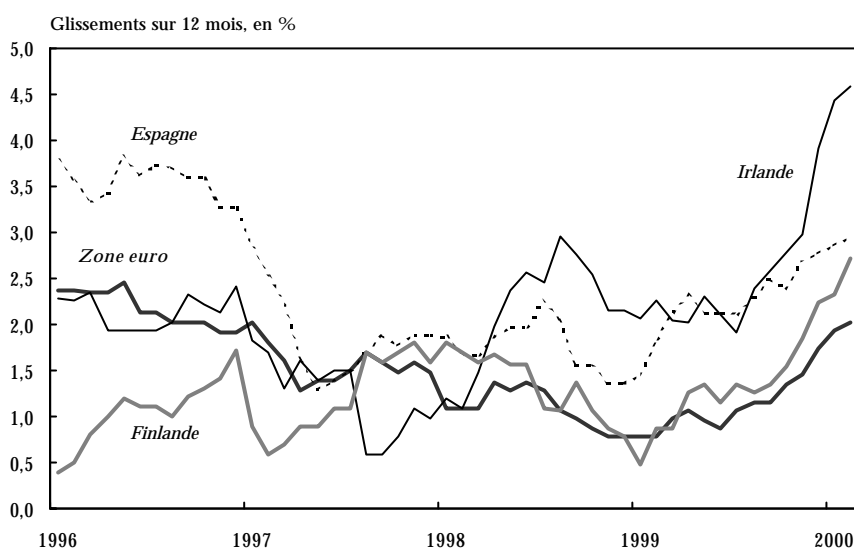
La croissance de l'économie espagnole est restée vigoureuse (+ 3,7 %) en 1999, tirée par une demande intérieure encore très dynamique. Le léger tassement de l'investissement (qui progresse tout de même de + 8,3 %) a été plus que compensé par la tonicité de la consommation privée (+ 4,8 %). L'accélération des exportations au quatrième trimestre n'a pas rééquilibré la contribution négative du solde extérieur (- 1,2 %). L'expansion de la production industrielle (+ 5,3 % en glissement en décembre) et les réformes du marché du travail ont permis une hausse de l'emploi de + 5,2 % ; le taux de chômage est

revenu à 15,4 %. La hausse négociée des rémunérations (+ 2,3 %) a été amplifiée par les salaires effectifs, mais les tensions salariales restent contenues. Les progressions salariales sont en effet en net retrait par rapport aux années 1995-1997. Le léger rebond des prix à la consommation (+ 2,9 %) (graphique 22), généralisé à la composante hors énergie (+ 2,3 %), provient de la hausse des prix à la production (+ 3,8 %). La politique monétaire, de fait accommodante, s'ajoute à l'élargissement des marges bénéficiaires des entreprises pour soutenir la forte dynamique de l'investissement (+ 8,1 % et + 7,4 % respectivement en 2000 et 2001). Ces investissements devraient soulager en partie les tensions sur les capacités (le taux d'utilisation des capacités de production a fortement augmenté au premier trimestre de 2000, à 80,8 % contre 78,5 % le trimestre précédent). Les recettes fiscales engendrées par la croissance permettraient de poursuivre la diminution du déficit (1,1 % du PIB en 1999) et d'alléger l'impôt sur le revenu des personnes physiques (proposition récente du gouvernement). L'orientation budgétaire pro-cyclique, accompagnée par la progression de l'emploi et des salaires, neutraliserait l'effet de l'inflation sur le revenu disponible des ménages. L'accélération de l'économie internationale qui autoriserait un nouvel élan des exportations et la consommation privée (+ 4,8 % en 2000 et + 4,2 % en 2001) induiraient un rebond de la croissance en 2000 (+ 4,2 %).

## La Finlande en ligne

La croissance de l'économie finlandaise a été de 5 % l'an en moyenne de 1995 à 1998. La crise asiatique, mais surtout la dégradation de la situation en Russie, ont fortement ralenti les exportations en 1998 et au début de 1999. La reprise des exportations a été particulièrement forte au deuxième trimestre de l'année dernière, leur croissance restant très soutenue depuis. L'industrie, et en premier lieu la branche électronique, tirent bénéfice de l'embellie de l'environnement international. Nokia, la principale entreprise de téléphonie mobile, représente 20 % des exportations finlandaises, explique un point de croissance du PIB et sa capitalisation boursière représente près de deux fois le PIB de la Finlande. Le taux de chômage s'est stabilisé autour de 10 % depuis six mois après plusieurs années de fortes baisses. Il devrait de nouveau baisser en 2000. Alors que les récents accords salariaux laissaient prévoir une certaine modération, les salaires réels s'inscrivent en hausse, soutenant la vigueur des dépenses des ménages. L'évolution des prix à la consommation constitue le principal risque actuel (graphique 22). En février 2000, l'indice des prix harmonisé était en hausse de 2,7 % sur un an. La croissance du PIB devrait se maintenir à un rythme soutenu à 4,5 % en 2000 et 4 % en 2001.

## 22. Taux d'inflation



## Risques de surchauffe en Irlande

L'Irlande poursuit une croissance extrêmement dynamique, caractérisée par une expansion de l'emploi (l'emploi non agricole a augmenté de 6 % entre le premier semestre de 1998 et celui de 1999) et un déclin rapide du chômage, autour de 5 % à la fin de 1999. La situation budgétaire a continué de s'améliorer. L'Irlande est le pays européen où les risques de surchauffe sont les plus importants. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 4,5 % en février 2000 en glissement annuel, entraîné par une forte hausse des prix des loyers (graphique 22). En 2000 et 2001, l'emploi ne devrait pas pouvoir continuer à croître aussi rapidement sans tensions sur le marché du travail. L'Irlande est le pays de la zone euro qui connaît les plus fortes progressions salariales (de l'ordre de 5 % pour le salaire hebdomadaire dans le secteur manufacturier depuis le début 1998). Les revendications de hausses des salaires pourraient être atténuées par la baisse programmée de la taxation directe. Toutefois, les effets de l'instauration d'un salaire minimum sur le niveau des salaires ne doivent pas être négligés. Dans ces conditions, la consommation privée demeurerait dynamique, tandis que le taux de chômage s'établirait au-dessous de 5 %. La forte croissance de l'investissement privé, soutenue par des incitations fiscales, explique en partie la bonne santé du secteur de la construction. Le Plan national sur l'investissement qui prévoit un investissement public en infrastructure important, devrait permettre à l'Irlande de rattraper en partie son retard en infrastructures par rapport à la moyenne européenne.

## Portugal : *Tudo bem*

Le Portugal, qui réalise 80 % de ses exportations avec la zone euro, a pâti du ralentissement conjoncturel européen de la fin 1998. L'activité s'est également tassée dans les secteurs des services et du bâtiment, auparavant stimulée par l'Expo 98 de Lisbonne. Les exportations ont rebondi au second semestre de 1999. Comme depuis 1996, la croissance du PIB se maintient ainsi en 1999 autour de 3 %. L'embellie de l'emploi a permis de faire diminuer le taux de chômage de 5 % au dernier trimestre de 1998 à 4,1 % à la fin de 1999 (graphique 21). Grâce à la hausse continue du taux de participation, le marché du travail ne connaît aucune tension. L'arrivée de ces nouveaux actifs a contribué à la modération des hausses salariales. L'amélioration de l'emploi devrait encore soutenir la consommation des ménages dans les mois à venir. L'inflation a pu être maîtrisée. Alors que le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation était proche de 3 % au premier trimestre de 1999, il s'est établi à 1,7 % en février 2000, en partie grâce à la politique de gel des prix de l'essence pratiquée par le gouvernement, par l'intermédiaire d'une réduction de la fiscalité. La libéralisation des prix de l'essence au début du mois d'avril 2000 devrait provoquer une nouvelle accélération des prix, quoique modérée si celle-ci intervient alors que le prix du pétrole baisse. Le plan de lutte contre la fraude fiscale a été un succès. L'élargissement de l'assiette fiscale a permis une forte augmentation des recettes et une amélioration du solde budgétaire.

## La drachme frappe à la porte de l'euro

En mars 2000 la Grèce a posé sa candidature pour rejoindre l'EMU en 2001. Selon les dernières estimations du gouvernement, quatre des cinq critères de Maastricht sont respectés. Après la dévaluation de 12,3 % en 1998 qui a accompagnée l'entrée de la drachme dans le SME, son cours s'est progressivement apprécié de 6 %. La récente réévaluation de son cours pivot ne rend plus nécessaire qu'une dévaluation de 3 % pour atteindre le cours pivot. La dévaluation avait en effet engendré la fin de la décélération des prix et jeté des doutes sur le respect de l'objectif d'inflation. Mais le glissement annuel des prix s'établit à 2,1 % en février, satisfaisant ainsi le critère correspondant. La menace inflationniste justifie encore des taux d'intérêt de court terme très élevés alors que les taux longs respectent l'objectif de différentiel avec les taux allemands (113 points de base en décembre). Le déficit public aurait été réduit à 1,5 % du PIB en 1999 (contre un objectif de 2,1 %) grâce à l'augmentation des recettes et à une charge d'intérêts en forte diminution. Le ratio dette/PIB à 104,9 % en 1999 (contre le 105,8 % programmé) devrait encore bénéficier des recettes de privatisation et atteindre 100 % en 2001. La forte croissance enregistrée depuis 1997 (+ 3,7 % en 1999)



continuerait à être tirée par la demande intérieure et par l'investissement public en infrastructure (en particulier pour les Jeux Olympiques de 2004). L'impact de la réduction des taux d'intérêt sur le revenu disponible serait en partie contrebalancé par la forte augmentation de la capitalisation boursière. Les allègements prévus de l'impôt sur le revenu rendraient acceptable la reconduction de la modération salariale dans le secteur public, facilitant ainsi la poursuite des objectifs de finance publique. L'assouplissement des politiques budgétaire et monétaire pourrait conduire à une surchauffe et l'inflation reste un critère « à risque ». Malgré une dégradation de la compétitivité, causée par l'ancrage nominal de la devise en présence d'un différentiel d'inflation encore élevé, les exportations devraient progresser, bénéficiant de la forte demande européenne.

Des trois autres possibles candidats seuls la Suède et le Danemark connaissent des opinions majoritairement favorables à l'accès à l'Union monétaire, permettant d'envisager une entrée en 2002. La Suède, avec un très faible taux d'inflation et un ratio dette/PIB en forte diminution, satisfait tous les critères sauf celui de l'appartenance au SME. Pour le Danemark le respect des critères est mis en danger par le récent dérapage de l'inflation (2,8 % en février 2000), qui creuse aussi l'écart de taux d'intérêt avec la zone euro. Le resserrement budgétaire et des taux d'intérêt à long terme plus élevés ont freiné la croissance (+ 1,2 % en 1999) et éloigné le Danemark du cycle conjoncturel européen.

### 5. Un indicateur de croissance pour la zone euro \*

L'OFCE vient d'élaborer, pour le compte d'un groupe de huit instituts européens de conjoncture, un nouvel indicateur qui fournit une évaluation rétrospective et prévisionnelle de la croissance agrégée de l'ensemble de la zone euro<sup>1</sup>. Il s'appuie sur trois équations économétriques reliant le taux de croissance du PIB en glissement annuel à huit variables conjoncturelles. Ces équations sont mises en œuvre alternativement selon l'horizon de la prévision.

Les variables conjoncturelles sont de trois catégories. D'abord, trois variables composites résument les informations apportées par les enquêtes européennes de conjoncture, respectivement dans l'industrie, le commerce de détail et la construction. Ces résumés sont constitués par le premier facteur issu d'une analyse en composantes principales menée sur les différentes questions de chaque enquête. Les facteurs obtenus forment une première composante coïncidente (l'industrie et le commerce) ou légèrement avancée (la construction).

\* Cet encadré a été rédigé par Hervé Péléraux, sur la base de travaux effectués par Françoise Charpin, Hervé Péléraux et Philippe Sigogne.

1. CPB (La Haye), DIW (Berlin), ETLA (Helsinki), IFW (Kiel), NIESR (Londres), OFCE (Paris), Prometeia (Bologne) et WIFO (Vienne).

Puis, les immatriculations de véhicules de tourisme, comme indicateur de la demande finale, ainsi que la production industrielle américaine, en tant que témoin du cycle de l'économie dominante, complètent le bloc des variables coïncidentes.

Enfin, les conditions monétaires, appréhendées par l'écart entre le taux d'intérêt réel à court terme et le taux de croissance tendanciel du PIB de la zone, et par le taux de change réel dollar-euro, constituent le bloc avancé proprement dit. De plus, le taux de croissance du prix des matières premières (exprimé en dollar) intervient dans l'équation de prévision à deux trimestres.

L'indicateur vise à quantifier le taux de croissance du PIB en glissement annuel à un horizon de deux trimestres. En fait, il apparaît que les variables d'enquête, au cœur du dispositif, sont inexploitable si on cherche à les utiliser pour expliquer directement le taux de variation trimestriel du PIB. Les autres variables entrant dans la composition de l'indicateur sont dès lors exprimées en variation sur quatre trimestres, sauf la variable de taux d'intérêt dont on considère la variation sur huit trimestres.

Trois équations économétriques sont construites selon l'horizon de calcul. Les résultats d'estimation de l'équation coïncidente ont une précision suffisante pour retracer les comptes du passé (tableau 1, graphique). Puis cette équation, après avoir été reformulée pour prendre en compte l'information disponible sur les variables coïncidentes en cours de trimestre, sert de base aux prévisions à 1 et 2 trimestres.

Au début du mois de mars 2000, l'information sur les variables coïncidentes du quatrième trimestre 1999 est complète. Comme au trimestre précédent, l'indicateur fournit une estimation de la croissance de ce trimestre nettement plus faible que celle produite par Eurostat (tableau 2). Les composantes industrie et construction se sont certes nettement redressées, mais la composante commerce et les immatriculations se sont tassées à la mi-1999. Les conditions monétaires qui prévalaient au premier semestre 1999 au sein de la zone euro ont favorisé la croissance dans la seconde moitié de l'année. Quant à la hausse du dollar, ses effets se feront pleinement sentir dans la première moitié de l'année 2000.

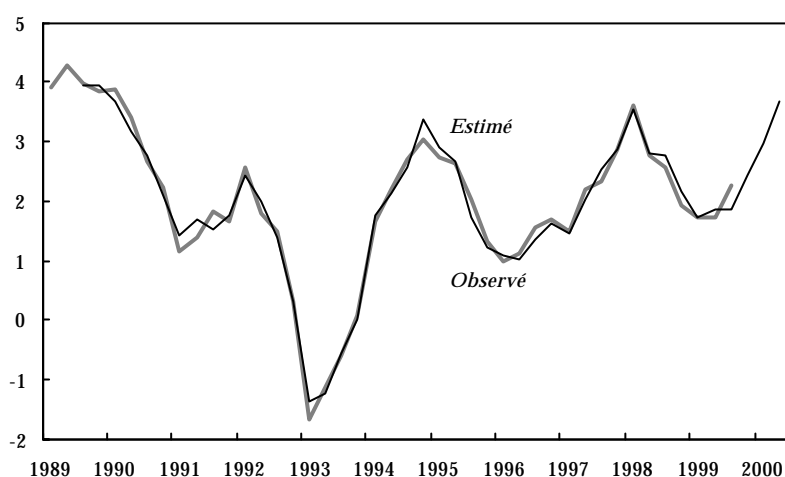
### 1. Estimation de l'équation coïncidente

	Coefficient	T-student
Facteur industrie	1,7	3,3
Facteur commerce	3,5	4,4
Facteur construction <sub>-1</sub>	1,7	2,4
Immatriculations	0,026	4,9
Ecart taux d'intérêt-taux de croissance <sub>-2</sub>	- 0,307	4,6
Taux de change réel dollar/euro <sub>-2</sub>	0,029	6,2
IPI américain	0,13	3,8
Temps	- 0,029	6,7
Constante	3,2	14,9

Période d'estimation : 89T3-99T3

SEE = 0,2     $\bar{R}^2 = 0,973$     DW = 2,14

### Glissement annuel du PIB de la zone euro et sa prévision



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Pour le premier trimestre 2000, une équation n'incorporant plus qu'une information partielle sur les variables coïncidentes, est estimée. Sa forme reste très proche de celle de la précédente. La prévision qui en résulte laisse attendre une franche accélération du PIB au premier trimestre 2000. Les facteurs d'enquête témoignent du dynamisme de l'activité au début de l'année dans les secteurs abrités, mais aussi dans les secteurs industriels qui bénéficient de la hausse du dollar.

Enfin, pour le deuxième trimestre 2000, les variables coïncidentes ne sont pas encore disponibles. Une troisième équation, retenant le facteur commerce et incorporant la variation du facteur industriel, tous deux décalés d'un trimestre, est estimée. Cette équation repose davantage sur les composantes financières avancées et inclut maintenant les prix des matières premières, qui jouent positivement comme indicateur de la vigueur de la demande mondiale. Elle laisse attendre une nouvelle accélération du PIB, notamment sous l'effet de la vive hausse du dollar à la fin de 1999. En glissement annuel la croissance du PIB serait de 3,7 % au deuxième trimestre. L'acquis de croissance à la mi-année serait alors de 3 %.

Ces résultats sont à prendre avec prudence. Cet indicateur est encore dans une phase expérimentale. Ce n'est qu'après plusieurs utilisations qu'il pourra être évalué et affiné. Il nous a cependant semblé intéressant de les diffuser.

### 2. taux de variation du PIB dans la zone euro

	1998				1999				2000	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Glissement annuel observé	3,7	2,9	2,6	2,0	1,7	1,8	2,3	3,1	-	-
Glissement annuel estimé	3,6	2,8	2,8	2,2	1,7	1,9	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>
Taux de variation trimestriel	0,8	0,5	0,4	0,2	0,6	0,5	1,0	0,9	-	-
Taux de variation trimestriel calculé	0,7	0,4	0,6	0,4	0,5	0,6	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>

Sources

## 16. Zone euro : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 mrdrs de €95	Variations par rapport à la période précédente, en % *																			
		1999				2000				2001				1998				2000			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Consommation des ménages	3178,9	0,7	0,4	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	2,9	2,5	3,0	3,3
Dépenses publiques	1133,0	0,8	-0,1	0,2	0,2	0,7	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	1,2	1,2	1,5	1,4
FB CF totale	1180,2	1,7	0,8	1,6	0,8	1,1	1,5	1,3	1,3	1,2	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	1,2	4,1	4,8	5,0	5,2
Exportations de biens et services	1921,6	0,3	2,3	3,2	1,7	2,3	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	6,5	3,7	9,1	7,7
Importations de biens et services	1798,3	0,7	2,3	2,1	2,0	2,0	2,4	2,1	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	8,9	5,5	8,7	7,8
Variations de stocks, contribution	41,7	-0,2	0,2	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,1	0,3	0,0
PIB	5657,2	0,6	0,6	1,0	0,9	1,0	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	2,7	2,2	3,6	3,4

Sources : Eurostat, 11 Institut de statistiques nationaux, OFCE, prévisions OFCE.

## 17. Union européenne : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 mrdrs de €95	Variations par rapport à la période précédente, en % *																			
		1999				2000				2001				1998				2000			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Consommation des ménages	4036,5	0,8	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	3,0	2,7	3,0	3,2
Dépenses publiques	1406,1	0,8	0,1	0,3	0,3	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	1,2	1,4	1,6	1,6
FB CF totale	1441,5	1,6	0,9	1,4	1,0	1,1	1,5	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	5,1	4,9	4,9	5,1
Exportations de biens et services	2380,0	0,1	2,2	3,4	1,3	2,2	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	6,0	3,6	8,5	7,4
Importations de biens et services	2276,7	0,9	1,9	2,4	1,9	2,0	2,2	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	8,7	5,5	8,4	7,4
Variations de stocks, contribution	46,2	-0,2	0,0	-0,2	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,0
PIB	7033,2	0,5	0,6	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	2,7	2,2	3,5	3,3

\* A l'exception de la ligne « variations de stocks ».

Sources : Eurostat, 15 Institut de statistiques nationaux, OFCE, prévisions OFCE.

## 18. Espagne, Pays-Bas, Belgique : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 mrd de €1995		Espagne*		Niveaux 1998 mrd de €1995		Pays-Bas*		Niveaux 1998 mrd de €1995		Belgique*				
	1998	2000	1998	2000	1998	2000	1998	2000	1998	2000	1998	2000			
Consommation des ménages	282,8	4,1	4,5	4,8	4,2	173,0	4,1	4,3	3,6	3,2	121,5	3,8	1,9	3,5	3,0
Dépenses publiques	84,0	2,0	1,8	2,1	2,5	81,1	3,3	2,5	3,3	2,9	49,7	3,5	3,8	3,1	2,0
FB CF totale	112,5	9,2	8,3	8,1	7,4	76,3	5,2	5,2	6,1	4,0	47,8	3,7	6,3	5,9	5,0
Exportations de biens et services	194,6	7,1	8,4	12,1	8,4	221,1	6,4	4,0	8,5	7,6	166,8	4,3	3,3	7,8	5,4
Importations de biens et services	195,1	11,1	12,6	12,1	10,8	200,2	7,7	5,3	9,5	7,9	158,4	6,3	1,9	8,7	5,8
Variations de stocks, contribution	1,5	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,5	0,1	0,0	0,0	-0,1	-1,0	0,3	-1,9	0,5	0,0
PIB	483,6	4,0	3,7	4,2	3,9	351,8	3,7	3,5	3,6	3,2	226,4	2,7	2,4	4,1	3,1

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

## 19. Finlande, Irlande, Portugal : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 mrd de €1995		Finlande*		Niveaux 1998 mrd de €1995		Irlande*		Niveaux 1998 mrd de €1995		Portugal*				
	1998	2000	1998	2000	1998	2000	1998	2000	1998	2000	1998	2000			
Consommation des ménages	57,7	4,6	3,2	3,0	3,0	34,5	7,4	6,7	9,4	6,7	40,4	5,6	4,4	4,1	3,3
Dépenses publiques	24,5	1,5	0,5	1,9	0,8	8,6	5,9	1,4	6,0	4,0	9,9	3,3	2,8	2,9	2,8
FB CF totale	21,1	7,8	5,9	7,2	6,1	13,9	16,8	14,7	9,2	7,1	19,9	9,7	8,2	7,1	7,0
Exportations de biens et services	48,3	9,3	7,0	10,4	6,4	59,6	20,5	10,3	12,7	12,1	27,0	7,8	1,7	9,9	6,7
Importations de biens et services	37,0	8,5	3,3	7,9	5,5	51,8	23,2	9,5	13,1	11,8	38,5	14,3	6,3	9,9	7,2
Variations de stocks, contribution	0,3	-0,2	-1,4	-0,7	0,1	0,5	0,2	-0,8	-0,5	0,0	1,6	1,2	0,1	0,2	0,2
PIB	114,9	5,0	3,3	4,5	4,0	65,3	8,9	8,1	8,3	7,4	60,2	3,5	3,0	3,8	3,5

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

Sources : Eirestat, Statistiska centralbyrån, Central Statistical Office, Instituto Nacional de Estatística, OFCE, prévisions OFCE.

## Allemagne : une croissance tant attendue

L'Allemagne aborde l'an 2000 dans une situation bien différente de celle du début de 1999. Le creux d'activité causé par la crise russe au second semestre 1998 a laissé place depuis le printemps 1999 à une franche reprise de l'activité. Encore négatif en juillet, le glissement annuel de la production industrielle a été proche de 4 % au quatrième trimestre. D'à peine 0,4 % en moyenne aux deux premiers trimestres, la croissance du PIB a été de 0,8 % en moyenne aux deux derniers trimestres de 1999. L'accélération est pour l'essentiel imputable à la reprise de l'activité dans l'industrie. A l'exception du commerce, les services marchands avaient peu été touchés par le ralentissement du second semestre 1998, tandis que les autres branches sont restées franchement atones en 1999 : dans le bâtiment, l'activité parvient juste à se stabiliser au niveau atteint à la mi-1998 après trois années consécutives de baisse. Ce sont pour l'essentiel les échanges extérieurs qui ont permis à la croissance de s'accélérer au second semestre : si la consommation privée des ménages a montré une bonne résistance en 1999 (avec un rythme voisin de 2 % l'an), la reprise de l'investissement en biens d'équipement engagée en 1997 a connu un net coup d'arrêt depuis le début 1999, que le léger mieux de l'investissement en bâtiment dans le courant 1999 n'a pas pu compenser. Quant aux variations de stocks, elles ont contribué très légèrement à la croissance au quatrième trimestre, mais leur évaluation est fragile, compte tenu des règles comptables qui en font un poste d'ajustement susceptible de fortes révisions ultérieures.

Les données d'enquêtes et les indicateurs conjoncturels confirment ce diagnostic de reprise. L'indice général de confiance dans le secteur marchand (industrie et services) renoue en janvier 2000 avec un niveau proche des pics de la mi-1997, voire de la fin 1994. Les soldes d'opinion sur les carnets de commandes étrangères se sont nettement redressés, les entrées de commandes étrangères adressées au secteur manufacturier atteignent des glissements annuels supérieurs à 15 % en janvier 2000, retrouvant là aussi des niveaux proches de la mi-1997<sup>7</sup>. Mais, à la nette différence des années 1996-1997, les commandes intérieures se redressent en phase avec les commandes étrangères. L'indice de confiance des ménages, qui s'était fortement dégradé entre janvier et septembre 1999, s'est nettement redressé. Les soldes d'opinion sur le niveau des stocks n'ont cessé de reculer depuis le printemps 1999, laissant augurer d'une poursuite du restockage en début d'année 2000. Seules les enquêtes dans la construction, en ligne avec la production, ne participent pas à l'amélioration générale.

---

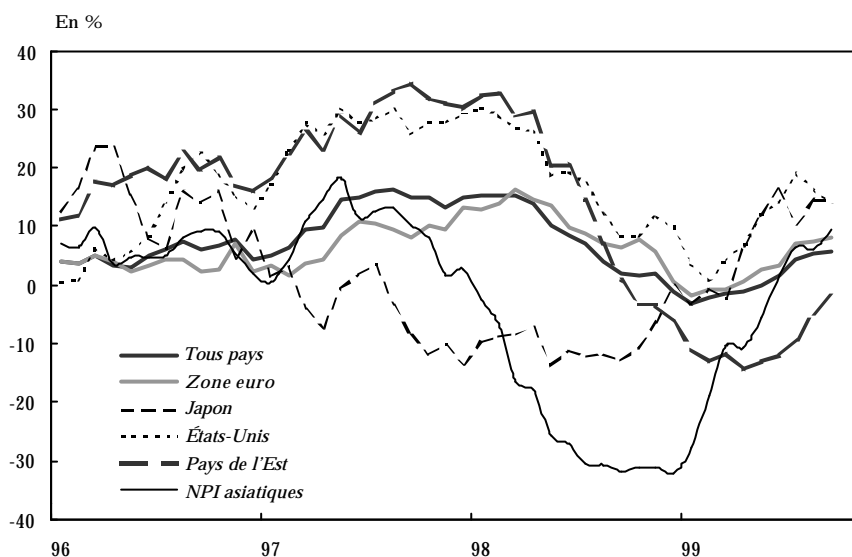
7. Le rythme trimestriel très élevé du troisième trimestre (9 %) a été influencé par de gros contrats et une correction est intervenue depuis lors, avec un tassement des nouvelles entrées à partir du mois de juillet.

La forte remontée de la production depuis le printemps commence à se faire sentir sur l'emploi. Pour la première fois depuis la réunification, l'Allemagne avait renoué en 1998 avec des évolutions positives de l'emploi. En 1999, la légère progression de 0,3 % de l'emploi total en moyenne annuelle était déjà acquise fin 1998 et le taux de chômage a cessé de refluer à partir du premier trimestre. Ces évolutions ont tenu à plusieurs facteurs. En 1998, les emplois aidés avaient fortement contribué (pour plus de 40 % en glissement en fin d'année) à réorienter l'emploi à la hausse. En 1999, le recul des emplois aidés a joué en sens inverse. Corrigé des emplois aidés, le ralentissement des créations nettes d'emplois est imputable pour l'essentiel à l'industrie manufacturière. Au troisième trimestre 1999, l'emploi manufacturier était inférieur de 1 % par rapport à son niveau du troisième trimestre 1998. Dans l'industrie, tant la production que l'emploi ont réagi plus fortement qu'en France au ralentissement induit par la crise russe. Le recul de l'emploi dans le bâtiment s'est poursuivi en 1999, mais à un rythme moins soutenu (-2,6 % contre -3,4 % en 1998) ; la croissance de l'emploi dans les services n'a pas réussi à compenser le ralentissement provoqué par le recul de l'industrie. La situation s'est stabilisée à partir du mois d'octobre 1999, tant pour le chômage, favorisé il est vrai par une population active quasiment stable depuis 1995, que pour l'emploi, qui a cessé de reculer au quatrième trimestre 1999.

La très forte reprise des exportations engagée dès la fin 1998 pour les biens intermédiaires, au début 1999 pour les biens d'équipement et de consommation (dans une ampleur cependant moindre que pour les biens intermédiaires), découle de la conjonction de plusieurs facteurs. La vigueur de la croissance américaine et l'amélioration de la compétitivité de la zone euro vis-à-vis des États-Unis, du Royaume-Uni et du Japon ont dopé les exportations vers ces pays, qui absorbent 20 % des débouchés allemands (graphique 23). L'amélioration de la situation des NPI asiatiques a permis de renouer avec des glissements positifs vers cette zone. Les exportations vers les PECO et la Russie se sont redressées, sans parvenir encore à gommer l'effondrement du second semestre 1998. L'ensemble de la zone euro a bénéficié de ces effets positifs, ce qui a à son tour dynamisé les échanges de l'Allemagne avec la zone, principal partenaire commercial de l'Allemagne (en 1998, la zone euro représentait près de 43 % des exportations et des importations de marchandises). Fin 1999 (sur la base des données disponibles jusqu'en octobre), le glissement annuel des exportations (en valeur) vers la zone euro avoisinait 8 %, le glissement annuel des importations (en valeur) était de 5 % et l'amélioration du solde commercial avec la zone, engagée à la mi-1997, s'est poursuivie en 1999. La contribution des échanges extérieurs à la croissance devrait rester positive au cours des prochains trimestres : à la reprise généralisée du commerce mondial dans le courant 2000 s'ajouteraient des gains de parts de marché. La remontée de l'euro vis-à-vis du dollar inscrite dans la présente prévision à partir de la mi-

2000 ne se ferait sentir qu'à partir de la fin de l'année. En outre, l'évolution des coûts unitaires relatifs au sein de la zone euro, en particulier vis-à-vis de l'Italie, les Pays-Bas et l'Espagne est favorable à l'Allemagne, ce qui atténuerait le handicap de surévaluation dont elle souffre au sein de la zone euro. Enfin, une reprise franche du cycle d'investissement en Europe dans le courant 2000 est propre à favoriser les parts de marchés allemandes.

### 23. Allemagne : glissement annuel des exportations de marchandises en valeur



Source : Bundesbank.

La contribution des échanges extérieurs à la croissance, positive encore en 2000, s'atténuerait ensuite. En 2000, certaines composantes de la demande intérieure resteraient atones. C'est le cas en particulier de l'investissement en bâtiment et de la consommation des administrations publiques. Après une stabilisation (pour les permis de construire), voire une amélioration (pour les commandes) dans le courant du premier semestre 1999, les indicateurs du bâtiment se sont détériorés dans le courant du second semestre 1999. Les évolutions divergent selon les branches et les régions. Dans les *Länder* de l'Ouest (70 % de l'investissement en bâtiment), le niveau des commandes retrouve au quatrième trimestre 1999 son niveau de la fin 1998. A l'Est, il lui est inférieur de 16 %. L'habitat collectif a été particulièrement affecté, mais les commandes dans le bâtiment industriel et commercial ainsi que dans les travaux publics ont également reculé. Des facteurs structurels repousseraient encore la reprise du résidentiel. Le stock de logements serait suffisant à l'Ouest (en 1998, le solde migratoire, en nette



diminution, n'est plus parvenu à compenser le solde naturel déficitaire en Allemagne). A l'Est, dans certaines régions, l'excédent de logements atteindrait à un sixième du stock. En 2000, l'investissement public (82 % des investissements publics sont en bâtiments) serait tiré vers le bas par les mesures incluses dans le programme d'économie du gouvernement et seul le secteur industriel et commercial (un quart de l'investissement) soutiendrait le bâtiment. En 2001, l'amélioration des perspectives de revenu des ménages et une orientation moins restrictive des investissements publics autoriseraient une reprise plus dynamique des autres composantes, néanmoins freinée par un retour des taux d'intérêt réels à leur niveau de longue période.

L'effort de contraction des dépenses de consommation publique ne s'est pas relâché avec l'après-Maastricht : en moyenne, les dépenses de consommation des administrations publiques ont augmenté de 0,4 % (en volume) par an depuis 1997, soit un rythme largement inférieur à ce que l'on a pu observer en France sur la même période. Cet effort devrait se poursuivre au cours des prochaines années. Le programme de stabilité table sur une progression en volume de 0,5 % des dépenses de consommation publique pour les années 2000 à 2003, grâce notamment à l'effet des réformes de santé de 1997 et 2000. L'essentiel du plan d'économies pour 2000 porte sur les transferts aux ménages.

En 2000, la politique budgétaire exercerait un effet légèrement restrictif sur la croissance, en particulier sur la consommation des ménages, effet qui s'inverserait en 2001. Début 2000, les perspectives d'évolution de la consommation des ménages sont cependant assez favorables. En 1999, la consommation a été portée par une légère accélération des salaires, mais aussi par une baisse de 0,5 point du taux d'épargne. La hausse du prix de l'énergie a été partiellement compensée par la libéralisation des tarifs dans le secteur des télécommunications (en novembre 1999, le prix des télécommunications était en recul de 10 % sur un an) et l'abaissement du ticket modérateur début 1999. Corrigé de l'énergie et des effets spéciaux, l'inflation sous-jacente serait à l'heure actuelle de 1 %, et la nette accélération du glissement entre décembre 1999 et février 2000 (1,1 % à 1,8 %) tient en partie à des effets de base, ainsi qu'au relèvement de l'écotaxe (+ 0,2 point sur l'indice des prix à la consommation en janvier).

Si l'on tient compte du fait que le ralentissement des gains de productivité observés dans le secteur manufacturier depuis 1998 reflète en partie une moindre tension sur les marges industrielles, qui ont retrouvé en 1998 leur niveau de 1991, les gains de productivité tendanciels pourraient se situer entre 2,2 et 2,4 % à l'heure actuelle. Une reprise nette de l'activité, tirée à la fois par les exportations et par l'investissement, déboucherait assez rapidement sur des créations nettes d'emplois, ce qui semble se profiler au début 2000.

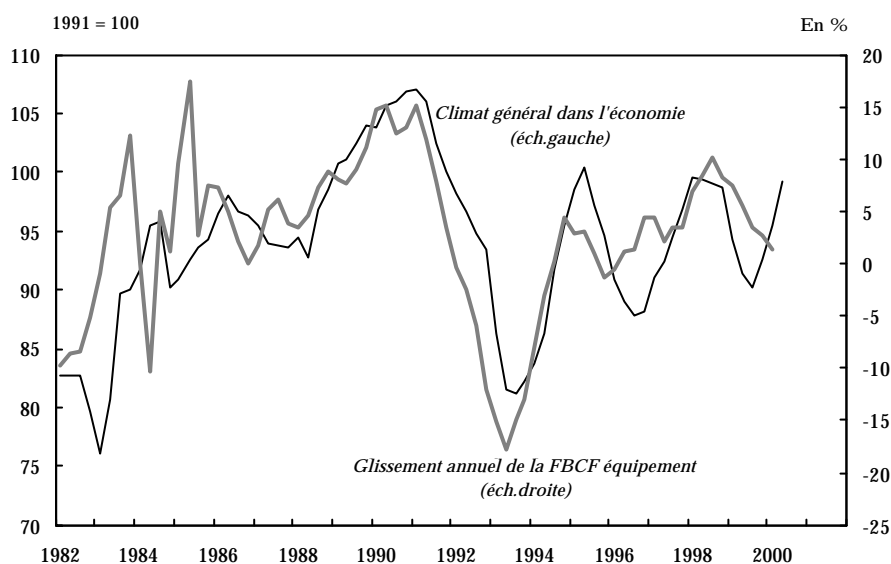
L'indice de confiance des consommateurs a suivi les indicateurs du marché du travail : après s'être dégradé de manière continue de mars à octobre 1999, il a retrouvé en janvier 2000 son niveau de janvier 1999. Il reste que le haut niveau du chômage (9 % pour le taux harmonisé) pèse sur les négociations salariales : en dépit des effets d'annonce (des revendications de 5,5 % dans la métallurgie par exemple), les négociations salariales pour 2000 devraient se solder par des progressions assez proches de celles de 1999, soit de l'ordre de 2,9 % en moyenne pour les salaires négociés. Le retournement à la baisse du prix du pétrole, inscrit dans cette prévision dès le deuxième trimestre, permettrait à l'inflation de revenir rapidement sur un taux de 1 %. Tirée par une reprise de l'emploi et des gains de pouvoir d'achat d'une ampleur comparable à 1999 (1,6 % en moyenne annuelle), la consommation des ménages sera encore freinée en 2000 par le plan d'économies. La réforme fiscale est à peu près neutre pour les ménages en 2000 ; en revanche les retraites ne doivent plus progresser qu'au rythme de l'inflation passée en 2000 et 2001. En 2001, l'avancement de la dernière étape de la réforme de l'impôt sur le revenu, prévue initialement pour 2002, bénéficiera à la consommation. Celle-ci accélérerait progressivement, croissant de plus de 3 % en 2000.

Une hausse de la consommation privée à un rythme supérieur à 2 % et une progression soutenue des débouchés extérieurs sont favorables à une reprise assez rapide du cycle d'investissement, interrompu depuis le début de 1999 (graphique 24). Celle-ci n'était pas encore inscrite dans les enquêtes d'automne auprès du secteur manufacturier. Réalisées avant le bouclage de la réforme fiscale, les enquêtes montraient au contraire un tassement des intentions d'investissement en volume pour 2000 (1 % après 4 % pour 1999). Les contours de la réforme fiscale des entreprises sont désormais fixés et se solderaient *in fine* par des exonérations nettes pour les entreprises (encadré 6). Le cycle des stocks contribuerait également à soutenir la croissance en 2000. Le niveau actuel de l'enquête sur les stocks de produits finis incite à inscrire une poursuite du restockage dans le courant du premier semestre 2000. En 2001, la progression de l'investissement serait légèrement freinée par la remontée des taux d'intérêt réels.

L'Allemagne bénéficie du mouvement de reprise générale constaté en Europe. Au même titre que ses partenaires de la zone euro, elle profite de la vigueur de la croissance américaine et du niveau du dollar. Une montée en régime de la demande intérieure se profile pour 2000, sans grand risque inflationniste une fois intégrés les effets de la hausse passée du pétrole. L'accélération de l'inflation sous-jacente resterait contenue en 2001. Le niveau de sous-emploi reste important ; les tensions sur les capacités, aujourd'hui assez faibles par rapport à d'autres pays européens, seraient limitées par la reprise de l'investissement. En 2000, l'activité serait toujours freinée par la faiblesse de la reprise dans le

bâtiment et l'orientation légèrement restrictive de la politique budgétaire. En 2001, ces deux effets s'inverseraient ; l'accélération de la demande intérieure compenserait le ralentissement de la composante extérieure. La croissance allemande serait de 3,1 % en 2000 et de 3 % en 2001.

#### 24. Allemagne : climat général dans l'économie et investissements en équipement



Sources : Bundesbank, IFO.

#### 6. Politique budgétaire allemande : quel impact en 2000 et 2001 ?

Le 1<sup>er</sup> décembre 1999, le gouvernement a publié son programme de stabilité pour les années 2000 à 2003. Le programme s'inscrit dans la ligne de la stratégie à moyen terme annoncée en juin 1999 avec le *Programme d'avenir en faveur de l'emploi, de la croissance et de la stabilité sociale*, qui vise à atteindre l'équilibre budgétaire en 2006. Le programme de stabilité a entre-temps été complété par le projet de réforme fiscale 2000 (*Steuereform 2000*), qui comprend le projet final de réforme de la fiscalité des entreprises, avancé d'un an l'étape prévue pour 2002 de la réforme de l'impôt sur le revenu et lui adjoint deux étapes supplémentaires. La réforme comporte quatre grands axes.

Le premier est la poursuite, en quatre étapes, de l'allègement de l'impôt sur le revenu des personnes physiques entamé en 1999. L'avancement au 1<sup>er</sup> janvier 2001 de l'étape prévue initialement pour 2002 porte le total des réductions brutes de l'IRPP en 2002, comparé à 1999, à 44,6 milliards de marks (48,4 en lui ajoutant le relèvement des allocations familiales imposé par la Cour constitutionnelle, soit 1,1 % du PIB). En lui ajoutant les deux étapes ultérieures annoncées par le gouver-

nement pour 2003 et 2005, le total atteindrait près de 82,5 milliards de deutschemarks (2 points de PIB). Le taux d'imposition maximum de l'IRPP serait réduit de 8 points (de 53 % en 1999 à 45 % en 2005), le taux minimum de 10,9 points (de 25,9 % à 15 %).

Le deuxième axe est l'entrée en vigueur en 2001 de la réforme de la fiscalité des entreprises. Des mesures étaient déjà intervenues en 1999 (allègement de l'imposition des bénéfices industriels et commerciaux, abaissement de 45 à 40 % du taux d'imposition des bénéfices réinvestis). En 2001, le taux d'imposition des bénéfices réinvestis sera abaissé de 40 à 25 %. Compte tenu de la taxe professionnelle et de la surtaxe de solidarité, les bénéfices seront désormais imposés à un taux de 38,6. Les entreprises unipersonnelles peuvent désormais choisir leur régime fiscal (BIC ou IS) : l'objectif est de favoriser le réinvestissement des bénéfices des grosses entreprises unipersonnelles. Le système de l'avoir fiscal est supprimé. En contrepartie, les dividendes distribués ne seront imposés qu'à hauteur de la moitié de leur montant. Les bénéfices distribués des entreprises unipersonnelles qui optent pour le régime fiscal des sociétés en capital sont soumis au même régime. L'objectif est de favoriser l'auto-financement et l'investissement des entreprises. Enfin, les plus-values réalisées par les sociétés qui cèdent des titres de participation dans leurs filiales ne seront plus soumises à l'impôt à partir de 2001 (ce qui est déjà le cas pour les cessions de participation dans des sociétés étrangères). L'objectif est d'accélérer la restructuration en permettant aux banques et aux sociétés d'assurances de se dégager de leurs participations. Le total des allègements bruts d'impôt pour les entreprises (y compris entrepreneurs individuels) se montera à 35,75 milliards de deutschemarks en 2002.

Ces montants doivent être corrigés des nombreuses mesures d'élargissement de la base imposable incluses dans la réforme fiscale. En 2002, elles atteindront 40,5 milliards de deutschemarks, ce qui réduit l'allègement net à 43,6 milliards, soit un peu plus d'un point de PIB. Pour les entreprises, ce n'est qu'à partir de 2001 que la réforme leur sera favorable. Pour les ménages, la réforme permet des allègements nets de fiscalité en 1999, 2000 et 2001.

Le troisième axe de la politique budgétaire est le financement par l'écotaxe de la réduction des cotisations retraite. Contrairement à la première étape de 1999, les trois étapes ultérieures (2000, 2001 et 2002) ne seront pas neutres, les recettes n'étant pas affectées en totalité à la baisse des cotisations.

Enfin, le gouvernement a présenté en juin 1999 un programme d'économies qui vise à limiter la progression des dépenses du budget fédéral. Pour l'année 2000, le montant annoncé était de 30 milliards de deutschemarks, soit 0,8 point de PIB. Le montant effectif sera plus faible. Certains postes d'économies sont surestimés (pour 4 milliards). Pour 11,5 milliards, le Bund ne fait que transférer des dépenses aux autres administrations. Si l'on considère cependant que les collectivités locales compenseront une partie des transferts par des économies supplémentaires, le montant total des économies des administrations publiques serait de 20 milliards \*. Pour une bonne part, elles concernent les ménages

\* Selon le chiffrage des instituts (DIW Wochenbericht 43-44/99).

(limitation des hausses des retraites et du traitement des fonctionnaires en 2000 et 2001 à l'inflation de l'année passée, restriction de l'aide sociale aux personnes ayant épuisé leurs droits aux allocations chômage), ainsi que l'investissement public, pour lequel le programme de stabilité prévoit une baisse de 1,5 % en volume en 2000. En 2001, le programme d'économies supplémentaires serait 10 milliards.

La politique budgétaire demeure restrictive en 2000 (tableau). Ce n'est qu'en 2001 que l'avancement de la réforme de l'IRPP et la réforme de la fiscalité des entreprises compenseraient la diminution des dépenses publiques. La politique budgétaire jouerait donc à contre-courant de la reprise en 2000. Avec un taux de croissance du PIB de 3,1 %, largement supérieur aux prévisions de 2,5 % retenues dans le programme de stabilité allemand, le déficit public pourrait atteindre 0,6 point de PIB en 2000, soit plus de 0,6 point en dessous de l'objectif de 1,25 % du programme de stabilité, avant de remonter à 0,9 % en 2001.

#### Impact des mesures budgétaires en 2000 et 2001

En milliards de DM

	2000/1999	2001/2000
Réforme fiscale (a)	- 2,6	- 41,6
Abaissement des taux	- 16,1	- 51,6
Elargissement de la base	+ 13,5	10
Relèvement des allocations familiales (b)	- 3,8	—
Ecotaxe (c)	3	4,6
Programme d'économies (d)	20	10
<b>Total (a) + (b) + (c) + (d)</b>	<b>16,6</b>	<b>- 26,9</b>
<b>Total, en % du PIB</b>	<b>0,4</b>	<b>- 0,6</b>

Un signe + signifie un surcroît de recettes ou une réduction de dépenses.

Sources : Ministère des Finances, calculs OFCE.

## 20. Allemagne : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 mrds DM de 1995	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		1999				2000				2001				1998	1999	2000	2001
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Consommation des ménages	2077,6	1,0	-0,1	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	2,1	2,1	2,1	2,5
Consommation publique	708,0	1,9	-1,2	0,0	-0,6	1,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,2	0,2	0,6
FB CF totale	794,6	1,8	0,0	1,2	-0,5	0,5	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	0,9	2,1	2,1	2,2
dont : - bâtiment	464,7	1,2	0,1	1,3	-0,9	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,4	0,5	0,5	0,5	-4,3	-0,2	-0,2	1,2
- autres	40,6	0,9	0,9	3,7	1,8	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	14,7	9,6	10,0	10,4
- équipement	289,3	2,7	-0,4	0,7	-0,3	1,3	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	8,5	4,8	4,7	8,2
Exportations de biens et services	1072,9	1,6	3,3	3,0	0,8	2,3	2,1	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	6,4	3,9	8,5	7,7
Importations de biens et services	1012,9	2,5	2,9	1,9	0,3	2,0	2,0	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	8,0	6,9	6,8	7,3
Variations de stocks, en mrds DM 1995		10,9	13,1	12,1	15,4	16,9	18,0	17,5	17,0	16,5	16,3	16,3	16,3	35,0	51,5	69,4	65,3
PIB	3675,2	0,7	0,1	0,9	0,7	1,0	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	1,9	1,4	3,1	3,0
Prix à la consommation		-0,2	0,4	0,3	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,3	0,3	1,0	0,6	1,4	1,1
Solde courant, en points de PIB		-0,6		-1,4		-1,5		-0,8		-0,7		-0,9		-0,2	-1,0	-1,1	-0,8

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

Sources : Deutsche Bundesbank, Prévisions OFCE

## Italie : un rattrapage jubilatoire

L'économie italienne devrait sortir en 2000 de sa phase de stagnation. En 1999 le PIB a encore enregistré la plus basse croissance des pays de la zone euro (+ 1,4 %, comme en Allemagne). La politique budgétaire aura été trop restrictive, dans une situation de creux conjoncturel marqué. L'atonie de la consommation privée a persisté ; malgré une politique monétaire favorable, la demande intérieure a été déprimée par un fort déstockage en fin de période. C'est surtout la mauvaise tenue des échanges extérieurs qui a freiné la croissance. Début 2000, les signaux les plus récents indiquent une consolidation de la reprise déjà amorcée au second semestre 1999. Cette année, l'accroissement de la demande étrangère devrait impulser la croissance. En 2001, la politique budgétaire devrait jouer un rôle moteur.

En 1999, l'activité a été tirée par les services (+ 3,2 %) et le bâtiment (+ 2,9 %), l'industrie manufacturière étant à la traîne (+ 1,7 %). L'indice de production industrielle s'est redressé. L'augmentation du nombre de secteurs en hausse indique une diffusion de la reprise. La croissance de l'indice de confiance dans l'industrie s'appuie sur l'amélioration des débouchés, tant internes qu'externes. L'accélération de l'activité au second semestre marquerait la fin prochaine du déstockage de produits finis qui a été important depuis le deuxième trimestre. Les opinions sur les stocks de produits finis sont au plus bas depuis deux ans. Les entrées de commandes se redressent en fin d'année, confirmant les perspectives et les opinions très favorables sur les carnets de commandes. Ces dernières, au plus haut depuis 1995, anticipent une consolidation de la demande, particulièrement pour sa composante étrangère.

La reprise est tirée par les biens intermédiaires et de consommation. C'est dans les biens intermédiaires que les opinions sur les stocks de produits finis sont au plus bas. Par ailleurs, malgré le faible dynamisme de la consommation totale, le rythme d'achats de biens durables a été supérieur en 1999 à sa valeur moyenne de long terme (+ 1,5 % en moyenne sur les trois premiers trimestres contre + 0,9 % depuis 1982). Par contre la croissance de la demande intérieure de biens d'investissement n'a pas compensé la chute des exportations. La production a donc diminué et la demande s'est orientée vers les importations. Toutefois les soldes d'opinion sur les carnets de commandes se redressent au premier trimestre.

Le taux d'investissement (19,2 %) a légèrement augmenté en 1999. Toutefois, son faible niveau risque de faire buter rapidement sur une contrainte de capacités de production. L'enquête dans l'industrie indique une diminution du nombre d'entreprises en situation d'excès de capacité et un degré d'utilisation des capacités croissant. L'investissement devrait demeurer la composante la plus dynamique de la demande intérieure en 2000 et en 2001 (+ 5,8 %, puis + 6 %). La construction devrait être

particulièrement dynamique en 2000 grâce au maintien des déductions fiscales pour les travaux d'amélioration de l'habitat ainsi qu'à l'achèvement des travaux pour le Jubilé. En 2001, le relais devrait être pris par les biens d'équipement. Les récentes mesures fiscales ont provoqué une baisse du coût du capital, en particulier de celui financé par les fonds propres. Le taux d'imposition sur les bénéfices réinvestis baisse de 37 % à 19 % ; l'impôt sur le patrimoine d'entreprise est aboli en ce qui concerne les bénéfices réinvestis.

Pour la deuxième année consécutive, la progression de l'emploi (+ 1,1 % soit 222 000 emplois) apparaît élevée compte tenu de la faiblesse de la croissance. Elle a été favorisée par le développement du temps partiel et des contrats à durée déterminée (au total, 60 % des créations d'emplois). Elle s'explique aussi par une réallocation sectorielle vers les services, dont la productivité est plus basse. Par contre, l'emploi industriel a diminué (- 0,2 % en 1999), mais devrait s'accroître en 2000. La croissance de l'emploi total devrait rester aux alentours de 1,3 % en 2000 et de 1,4 % en 2001, ce qui devrait permettre une baisse de 0,7 point par an du taux de chômage (11,4 % en 1999).

La hausse moyenne des rémunérations contractuelles a été de 2,2 % en 1999 (2,3 % pour les rémunérations effectives). En janvier 2000, plus de la moitié des accords sont à renouveler ; la hausse prévue dans les accords en cours est de 1,9 % en 2000. Le Pacte social est responsable de la faible réactivité des rémunérations à l'inflation réalisée, mais le différentiel entre inflation réalisée (1,7 % en moyenne annuelle en 1999 et 2,1 % en glissement le mois de décembre) et programmée (+ 1,5 %) pourrait induire des revendications de rattrapage. Toutefois, le différentiel est dû à l'inflation importée (qui selon les accords doit être exclue de l'indexation). La concertation entre partenaires sociaux semble solide car elle porte sur l'ensemble de la politique fiscale et sociale. Au total, le taux de croissance des salaires par tête devrait être de 2,4 % en 2000 et de 2,6 % en 2001.

En 1999, la consommation des ménages n'a guère soutenu la croissance (+ 1,7 %). La réduction des revenus financiers et la hausse de la pression fiscale ont généré un climat d'incertitude. Celui-ci est confirmé par les enquêtes auprès des consommateurs ; le climat de confiance demeure à un niveau élevé, mais est très fluctuant. Malgré la faible croissance du salaire, l'évolution de l'emploi permettrait une hausse sensible de la masse salariale nominale (3,7 % en 2000, 4 % en 2001). La baisse de la fiscalité en 2001, tant des cotisations sociales que des impôts directs, permettrait une croissance plus soutenue du revenu disponible brut, d'autant plus que serait absorbé le choc sur les prix pétroliers. Le taux d'épargne devrait diminuer avec le sentiment de la fin de l'assainissement des finances publiques et un effet richesse induit par les plus-values boursières. La consommation de biens durables demeure élevée malgré la fin de la « prodette ». Elle devrait être à nouveau



stimulée par les mesures annoncées par le gouvernement, visant à retirer du marché les voitures sans pot catalytique (58 % du parc automobile existant) entre 2000 et 2004. La prévision de croissance de la consommation des ménages (+ 1,8 % en 2000 et + 3,2 % en 2001) tient compte du surcroît des dépenses des visiteurs étrangers dû à l'Année Sainte. La consommation publique devrait souffrir de la politique de contrôle des dépenses figurant dans la loi de finances (+ 0,9 % en 2000 et + 1,2 % en 2001).

L'écart entre l'inflation italienne et celle de la zone euro s'est réduit à 0,6 point en 1999, malgré la hausse du taux italien (1,7 % en 1999). En situation conjoncturelle moins favorable, ce différentiel s'explique par la plus forte dynamique du coût unitaire du travail et par une moindre exposition des prix des services à la concurrence. L'accélération de l'inflation s'explique par l'inflation importée, car la sensibilité des rémunérations à l'inflation passée a été faible et le sera encore en 2000 et 2001. L'indice des prix à la consommation a bénéficié de la déréglementation de certains secteurs (communications), mais la hausse des prix de l'énergie et des transports s'est diffusée aux services sanitaires et à la restauration. Les prix de production (- 0,2 % en 1999) ont cessé de décliner. L'érosion des taux de marge serait contrebalancée par le ralentissement des hausses de salaires et par l'accélération de la productivité. La prolongation des baisses de TVA, l'appréciation de l'euro en 2001 ainsi que les mesures du gouvernement pour réduire l'impôt sur l'essence et pour réglementer les prix de certains services (assurances) permettraient de contenir l'inflation à 2,1 % en 2000 et à 1,4 % en 2001.

Le redémarrage des exportations depuis le deuxième trimestre résulte de l'accélération de la croissance européenne : les exportations vers cette zone ont progressé de 4,8 % en glissement annuel au troisième trimestre. Par contre la forte hausse en valeur des exportations hors UE au quatrième trimestre (+ 14,7 % en glissement) est due à l'amélioration de la compétitivité, grâce à l'appréciation du dollar. Les évolutions récentes sont confortées par les enquêtes auprès des entreprises sur les perspectives à l'exportation et sur les commandes étrangères, qui sont en hausse. Les prix à l'exportation ont recommencé à croître vers les marchés hors Union européenne, profitant de la dépréciation de l'euro. Leur augmentation a pourtant été inférieure à celle des prix internes. L'écart du taux de croissance des prix de production avec les autres pays de la zone euro devrait se stabiliser. La baisse des parts de marché s'atténuerait en 2000 et 2001 en comparaison des rythmes enregistrés depuis 1996. Les exportations de biens et services augmenteraient de 8,7 % en 2000, bénéficiant d'un euro encore faible, puis de 7,3 % en 2001, compte tenu d'un ralentissement de la demande adressée à l'Italie et des pertes des parts de marché.

La croissance des importations en 1999 (+ 3,3 %) a été plus forte que celle de la demande intérieure, malgré la baisse du troisième

trimestre, induite par le déstockage. Les volumes des importations de marchandises en provenance de l'Union européenne ont augmenté plus significativement que ceux des autres pays au troisième trimestre. Les mesures d'incitation au renouvellement du parc automobile devraient amplifier l'augmentation cyclique du taux de pénétration des importations. On prévoit une croissance des importations de biens et services de + 8,4 % en 2000 et de + 8,6 % en 2001. La contribution du solde extérieur à la croissance, positive en 2000 (+ 0,1 %) redeviendrait négative (- 0,3 %) en 2001.

## 7. La politique budgétaire italienne

Dans le programme de stabilité de 2000, le gouvernement italien maintient l'objectif d'équilibre budgétaire en 2003, malgré la révision à la baisse des prévisions de croissance. La hausse du déficit permise par l'Union en mai 1999 (2,4 points de PIB) n'a pas été utilisée, les premières estimations pour 1999 l'évaluant à 1,9 % (tableau 1). Les charges d'intérêts ont été plus basses que prévues. Le programme de privatisations a contribué à la réduction de la dette : 1 % du PIB en 1998 ; 2,2 % en 1999, en raison de la cession d'ENEL qui a rapporté 1,5 % du PIB. L'augmentation des recettes courantes (+ 4,2 %, soit une pression fiscale qui augmente de 43 % en 1998 à 43,3 % en 1999) a été permise non par une hausse des taux, mais par la lutte contre l'évasion fiscale. Elle n'a fait que compenser l'effet de la plus faible croissance du PIB. La réduction de l'excédent primaire est due autant aux dépenses courantes (principalement les prestations sociales et la santé) qu'aux dépenses en capital (Jubilé et investissement des administrations locales). L'amélioration structurelle du budget réalisée en présence d'un *output gap* encore important a eu un effet pro-cyclique avec un impact dépressif sur une croissance encore faible, alors que l'inversion de conjoncture annoncée n'avait pas eu lieu.

### 1. Programmes de stabilité

	1999			2000					Réali- sations
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	2002	2003	1999
<i>Hypothèses</i>									
Croissance du PIB	2,5	2,8	2,9	1,3	2,2	2,6	2,8	2,9	1,4
Taux d'intérêt à 1 an	4,5	4,5	4,5	3,7	3,7	4,2	4,7	5	3,7
<i>Objectifs</i>									
Solde primaire	5,5	5,5	5,5	4,9	5,0	5,1	5,1	5,2	4,9
Charge d'intérêts	7,5	7,0	6,5	6,9	6,5	6,1	5,7	5,3	6,8
Déficit net	- 2,0*	- 1,5	- 1,0	- 2,0	- 1,5	- 1,0	- 0,6	- 0,1	- 1,9
Dette	114,6	110,9	107,0	114,7	111,7	108,5	104,3	100	114,9

\* révision à 2,4 % en mai 99.

Le gouvernement poursuit un objectif de réduction de la dette sans augmentation du solde primaire, jugé suffisamment positif. Le solde public structurel serait déjà en équilibre, hors la composante transitoire due au retard de convergence du coût de la dette (l'écart du coût moyen de la dette par rapport à l'Allemagne est de 1 point de PIB). La sensibilité du déficit aux variations du taux de croissance du PIB et du taux d'intérêt montre qu'une éventuelle restriction monétaire ou un ralentissement économique par rapport aux prévisions n'affecterait que faiblement l'engagement du gouvernement d'annuler le déficit (tableau 2).

La Loi de finances 2000 prévoit une correction de 15 000 milliards de liras, soit 0,7 en point de PIB (dont 11 000 de réduction de dépenses et 4 000 de nouvelles recettes non fiscales, notamment de vente d'actifs). Toutefois, arguant que les recettes fiscales supplémentaires de 1999 (9 300 milliards) sont permanentes, elle les restitue à l'économie sous forme de réduction d'impôts (10 300 milliards soit 0,5 % du PIB) et de dépenses courantes (1 000 milliards pour des hausses de salaires dans le secteur public) et en capital (1 500 milliards). Ces mesures réduisent la correction à 2 200 milliards (0,1 point de PIB). Comme dans le passé, la réduction de dépenses courantes semble surestimée. Le caractère structurel de la réduction des dépenses est faible, car la plupart des mesures sont temporaires, et le taux de croissance des dépenses ne semble pas corrigé de façon permanente. D'autre part, les ventes d'actifs ne devraient pas figurer dans le Budget. L'effet total sur l'économie pourrait s'avérer expansionniste.

Les mesures de réduction fiscale bénéficient pour 90 % aux ménages (réduction de 1 % du taux d'imposition sur la deuxième tranche) et pour 10 % aux entreprises (une défiscalisation de 0,8 % du coût du travail). Des réductions d'impôts concernant le bâtiment visent à stimuler la croissance du secteur, ainsi qu'à la régularisation d'activités non déclarées. L'objectif est d'aider les ménages défavorisés et de réduire la pression fiscale. L'effet redistributif des mesures de déductions pour familles nombreuses et à faible revenu est progressif, et compense l'effet régressif des mesures de déduction liées à l'habitat et de la baisse de l'imposition. Le saupoudrage des mesures risque de réduire l'effet final sur les décisions de consommation.

## 2. Sensibilité du déficit à diverses hypothèses de croissance

En%

	Taux de croissance du PIB 2001-2003	Charge d'intérêts/PIB en 2003	Déficit/PIB en 2003
Taux plus élevés d'un point	2,8	5,7	0,5
Hypothèses de base	2,8	5,3	0,1
Taux de croissance inférieur de 0,5 point	2,3	5,4	0,85

Source : Calculs du ministère du Trésor.

Achévé de rédiger le 24 mars 2000.

## 21. Italie : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 mrd\$ ITL	Variations par rapport à la période précédente, en % *																
		1999				2000				2001				1998	2000	2001		
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	1867796	0,3	0,5	0,8	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,5	1,4	2,8	3,1
Consommation des ménages	1129126	0,8	0,4	0,1	0,2	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	2,1	1,7	1,8	3,2
Consommation des A.P.U	335572	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,8	0,9	1,2	1,2
Consommation totale	1464698	0,7	0,3	0,1	0,2	0,4	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	1,8	1,5	1,6	2,8	2,8
FBCF totale	358037	2,0	1,5	1,1	1,8	1,4	1,4	1,3	1,4	1,6	1,5	1,4	1,4	4,1	4,4	5,8	6,0	6,0
Variations de stocks	20060	-0,4	0,2	-0,6	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1
Exportations	491377	-1,5	2,1	4,0	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	3,4	-0,7	8,7	7,3	7,3
Importations	466374	-0,6	3,1	-0,2	3,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,1	9,0	3,3	8,4	8,6	8,6
Solde extérieur	25003	-0,2	-0,2	1,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-1,2	-1,0	-0,1	-0,3	-0,3

\* A l'exception des lignes 14 variations de stocks et 15 solde extérieur, contributions en points de PIB.

Sources : Istat, prévisions OFCE

## ANNEXE

## Estimation d'une boucle prix-salaire aux États-Unis et détermination du NAIRU \*

L'inflation, les salaires et les gains de productivité connaissent, au cours du cycle actuel, une évolution particulière. Alors que l'économie américaine est entrée dans sa dixième année de croissance et que le taux de chômage se situe depuis maintenant quatre ans en dessous de son niveau d'équilibre, estimé à 5,6 % par le *Congressional Budget Office* (CBO), l'inflation, quel que soit l'indicateur retenu, affiche une modération exceptionnelle (tableau A1). Il en est de même pour le coût du travail, qu'il soit mesuré par le salaire horaire, par la rémunération horaire ou par l'indice du coût de l'emploi (ECI). Ces évolutions sont-elles le résultat de la disparition de la courbe de Phillips ? La réponse est non.

## A1. Croissance, productivité, inflation et coût du travail

Taux de croissance moyen, en%

	Décennies			Années				Moyenne 1996-1999
	1960	1980	1990	1996	1997	1998	1999	
PIB	4,8	3,3	3,5	3,7	4,5	4,3	4,1	4,1
Gains de productivité horaire du travail *	3,1	1,6	2,3	2,7	2,0	2,8	3,0	2,6
Prix à la consommation (CPI)	2,6	4,8	2,6	2,9	2,3	1,6	2,2	2,2
Indice de base CPI	2,7	5,3	2,9	2,7	2,4	2,3	2,1	2,4
Déflateur de la consommation privée	2,3	4,5	2,0	2,0	1,7	0,9	1,6	1,6
Salaire horaire	5,2	4,2	3,2	3,4	3,9	4,1	3,7	3,8
Indice du coût de l'emploi (total)		5,3	3,4	2,8	3,1	3,5	3,2	3,2
Composante salaires		4,9	3,3	3,3	3,5	4,0	3,4	3,6
Composante charges patronales		6,5	3,5	1,8	2,0	2,5	2,7	2,3
Rémunération horaire moyenne *	5,2	5,3	3,6	3,1	3,6	5,2	4,8	4,2

\* Dans le secteur non agricole.

Années 1960 : T1 1961-T4 1969 ; années 1980 : T3 1980-T3 1990 ; années 1990 : T1 1991-T4 1999.

Sources : BEA, BLS.

\* Cette annexe a été rédigée par Hélène Baudchon et Francisco Serranito.

Ce sont la désinflation importée et le dynamisme des gains de productivité qui expliqueraient la faiblesse de l'inflation<sup>1</sup>. La forte appréciation du dollar entre la mi-1995 et la mi-1998 s'est en effet traduite par une contraction du prix des importations dès 1996. Cette baisse a été renforcée par la crise asiatique de l'été 1997 et ses répercussions sur le prix des matières premières et du pétrole, et a atteint 5,3 % en 1998 (en moyenne annuelle). Ce facteur modérateur a moins joué en 1999 dans la mesure où le prix a renoué avec un taux de croissance positif (+0,3 %). Les gains de productivité ont accéléré au cours des quatre dernières années<sup>2</sup>. L'origine du paradoxe sur l'inflation se trouve dans la modération des prix de valeur ajoutée. Confrontées à une augmentation des capacités de production et à une concurrence accrue par la forte pénétration des importations étrangères, les entreprises ne sont pas incitées à augmenter leur prix, et peuvent même les baisser afin d'assurer l'écoulement de leurs marchandises. La baisse du taux de marge est le reflet de ces contraintes. Elles bénéficient néanmoins de la bonne tenue des coûts salariaux unitaires du travail, en partie grâce à la modération des salaires et des charges (et en particulier l'assurance maladie), en partie grâce aux gains de productivité. Mais les prix de la santé ne devraient plus ralentir dès lors que le nombre d'affiliés aux centres de soins HMOs (*Health Maintenance Organizations*) est proche de son maximum. Ceci est confirmé par l'évolution récente de la composante « charges patronales » de l'indice du coût de l'emploi. Par ailleurs, on peut se demander si l'évolution modérée des salaires s'explique par des facteurs spécifiques. Certains évoquent un sentiment d'insécurité des travailleurs, qui persisterait malgré la baisse du chômage<sup>3</sup>. Les négociations salariales auraient ainsi évolué vers des revendications en termes de sécurité accrue de l'emploi et de meilleure couverture des risques vieillesse et maladie.

Le NAIRU est un concept prisé par de nombreux économistes. Son principal avantage est d'offrir une représentation synthétique de la boucle prix-salaires, mais il souffre de plusieurs limites, qu'il convient de garder à l'esprit. En particulier, les évaluations du taux de chômage d'équilibre sont toujours révisées à la baisse lorsque la croissance de l'économie accélère. Dans ce cas, la productivité du travail s'accélère, les cotisations sociales sont réduites, donc le taux de chômage d'équilibre diminue. En tout état de cause, un NAIRU à 5,6 % n'est manifestement plus la bonne référence.

1. Afin de corriger une partie des biais dont souffre l'indice des prix à la consommation (CPI), le *Bureau of Labor Statistics* a procédé à une série d'ajustements entre 1995 et 1997 qui ont amputé de manière permanente la hausse annuelle des prix de 0,2 à 0,3 point. Les changements introduits en 1998 et 1999 la réduiront encore de 0,4 point d'ici 2002.

2. Pour les chiffres, se reporter au texte États-Unis « 2000 : l'année test » (pp.32-39).

3. Cet argument est sujet à controverses sur le plan empirique. Ainsi, d'après Aaranson & Sullivan (1998), l'accroissement du sentiment d'insécurité est un des déterminants les plus importants de la faiblesse des revendications salariales dans les années 1990. Cependant, selon Kramer & Li (1997), l'introduction de différentes mesures du niveau d'insécurité des travailleurs dans une courbe de Phillips ne permet pas de mieux expliquer la décélération de l'inflation de la fin de la dernière décennie.

Le travail réalisé ici tente d'apporter une confirmation économétrique à ces éléments d'explication. Dans ce but, nous estimons une boucle prix-salaire aux États-Unis à partir de données trimestrielles sur la période 1964:2-1999:4. La spécification retenue est standard, puisque l'équation de salaire représente une courbe de « Phillips augmentée »<sup>4</sup>. Ainsi, le taux de croissance des salaires dépend de l'inflation courante et passée ( $DP_C$ ), du taux de chômage ( $U$ ), des gains de productivité de travail ( $DP$ ) et des termes de l'échange interne ( $DP-DP_C$ )<sup>5</sup>. L'évolution des prix à la consommation est une fonction des prix à la valeur ajoutée ( $DP$ ) et des prix des importations ( $DPIM$ ). Nous supposons, enfin, que les entreprises ont un comportement de marge constant sur le coût unitaire. L'équation de prix est ainsi spécifiée sous la forme d'un modèle à correction d'erreur. Si l'hypothèse d'indexation unitaire des salaires sur les prix est acceptée, la résolution de ce système permet de définir un taux de chômage non inflationniste de long terme (NAIRU). Les équations sont estimées simultanément par la méthode des triples moindres carrés<sup>6</sup>.

$$DW = 0,014 + 1,00DP_C + 0,474(DP - DP_C) + 0,172(DP - DP_C)_{-1} + 0,108DP \\ - 0,211DU - 0,008DUM + e_W$$

(13,05) (6,65) (2,50) (3,73)  
(12,36) (4,56)

$$\bar{R}^2 = 0,733 \quad DW = 1,665 \quad ECR = 0,28\%$$

$$DPC = 0,003 + 0,806DP + 0,077DPIM + e_{PC}$$

(6,43) (17,37) (6,49)

$$\bar{R}^2 = 0,800 \quad DW = 1,497 \quad ECR = 0,34\%$$

$$DP = 0,146 + 0,219DCS + 0,107DCS_{-1} + 0,225DCS_{-2} + 0,027DPIM_{-1} \\ + 0,042DPIM_{-2} + 0,046DPIM_{-4} - 0,031(P_{-1} - CS_{-1} + P_{-1}) \\ - 0,143DP - 0,050DP_{-1} - 0,081DP_{-2} + e_P$$

(1,58) (3,77) (1,81) (4,23) (1,95)  
(2,99) (3,81) (-1,57)  
(3,91) (-1,40) (-2,32)

$$\bar{R}^2 = 0,765 \quad DW = 1,697 \quad ECR = 0,34\%$$

avec  $CS = W(1+tc)$  où  $CS$  est le coût salarial,  $W$  est le salaire horaire nominal et  $tc$  est le taux de cotisations sociales employeur.

Dans la première équation, nous n'avons reporté que la somme des coefficients sur le taux d'inflation. L'hypothèse nulle d'indexation unitaire des salaires sur les prix est acceptée (la  $p$ -value est égale à 0,292).

4. Ce modèle, ainsi que ses implications en termes de chômage d'équilibre, est discuté en détail par Sterdyniak et al. (1997).

5. La variable DUM est une variable muette qui vaut 1 en 1971:4 et -0,6 en 1972:1. Cette variable traduit l'effet sur les salaires du contrôle des prix et des salaires imposé au quatrième trimestre de 1971 et du relâchement de cette contrainte au trimestre suivant (Lown et Rich, 1997).

6. Cette méthode permet de corriger les biais de simultanéité. Les variables instrumentales retenues sont les variables exogènes et les variables endogènes décalées.

Le système estimé est globalement satisfaisant puisque chaque équation permet d'expliquer au moins deux tiers de la variance. On retrouve un délai d'indexation des salaires relativement long : il est nécessaire d'introduire les onze premières valeurs retardées du taux d'inflation. L'hypothèse d'indexation unitaire est toutefois acceptée au seuil de 1 %. La semi-élasticité du taux de salaire au chômage serait de  $-0,211$  ; une hausse de 1 point du taux de chômage réduirait, en rythme annuel, le taux de croissance des salaires de 0,84 %. En ce qui concerne le taux d'inflation, l'hypothèse que la somme des coefficients du prix à la valeur ajoutée et aux importations est égale à un est largement rejetée. Cependant, les coefficients estimés sont satisfaisants : la part des importations dans la consommation est ainsi estimée à 8 %. Dans l'équation du prix à la valeur ajoutée, si le coefficient de la force de rappel est bien négatif, il n'est que faiblement significatif. Par ailleurs, les prix à l'importation ont un impact significatif et positif sur les prix à la valeur ajoutée. Ce résultat est quelque peu paradoxal, puisqu'on s'attendrait plutôt à obtenir un effet négatif du prix des importations. Il pourrait s'expliquer, toutefois, par l'accroissement du degré de concurrence du fait de la plus forte ouverture de l'économie américaine. Ainsi, pour faire face à la baisse du prix des importations, résultant par exemple d'une appréciation du dollar, les entreprises américaines préfèrent diminuer leurs marges plutôt que de perdre des parts de marché. Ce comportement serait une des causes de la faiblesse des pressions inflationnistes ces dernières années.

D'après ces estimations, il est possible de calculer des taux de chômage non inflationnistes de court et de long terme. Ainsi, la résolution du système précédent conduit au NAIRU de court terme :  $NAIRU_{CT} = 0,071 - 4,23DP^* - 0,33DP + 0,14DPIM^* + 4,74Dtc^*$ , où une étoile sur une variable désigne sa valeur tendancielle. Le taux de chômage non inflationniste dépend des gains de productivité, de l'évolution des termes de l'échange et de la variation du taux de cotisations sociales employeur. Lorsqu'on se situe à long terme, on peut supposer que le taux de cotisations sociales est constant. Il en va de même pour les termes de l'échange : sur longue période les prix des concurrents étrangers évoluent comme les prix intérieurs. Ces hypothèses permettent donc de définir un NAIRU de long terme qui n'est fonction que des gains de productivité tendanciels :  $NAIRU = 0,071 - 4,23DP^*$ . Les valeurs de long terme des variables sont obtenues grâce à un lissage des données par le filtre de Hodrick- Prescott.

Le NAIRU de long terme augmente du milieu des années 1960 jusqu'au début des années 1980 (graphique A1 et tableau A2). Il se stabilise ensuite jusqu'au milieu des années 1990 autour d'une valeur moyenne de 5,5 %. La dernière moitié des années 1990 est marquée par une forte chute du NAIRU qui retrouve son niveau du milieu des années 1960. Du fait des fortes variations des termes de l'échange et



des cotisations sociales, le NAIRU de court terme est beaucoup plus volatil que celui de long terme : il est ainsi passé de plus de 10 % au début des années 1970 à près de 0,3 % à la fin de la décennie 1990<sup>7</sup> (graphique A2). La chute du NAIRU de court terme est frappante depuis le milieu des années 1990. Elle s'explique par la désinflation importée grâce à la forte montée du dollar et à la baisse du prix du pétrole et par la réduction importante du taux de cotisations sociales employeur. Celui-ci a en effet baissé de près de 3,5 points, passant de 18,5 % au premier trimestre 1994, sa valeur maximale, à 14,8 % au quatrième trimestre 1999. Cette baisse des charges résulte, d'une part du ralentissement du prix de la santé, d'autre part de l'envolée des cours boursiers, qui a permis aux entreprises de réduire leurs cotisations aux fonds de pension (dans le cas de fonds à prestations définies).

## A2. Comparaison du taux de chômage et du NAIRU

En %

	Taux de chômage	Gains de productivité horaire du travail	NAIRU de long terme
1964 : 2-1969 : 4	4,0	0,6	4,6
1970 : 1-1979 : 4	6,2	0,4	5,3
1980 : 1-1989 : 4	7,3	0,4	5,6
1990 : 1-1994 : 4	6,5	0,4	5,5
1995 : 1-1999 : 4	4,9	0,6	4,8
1998 : 1-1999 : 4	4,4	0,6	4,6

Sources : BLS et calcul des auteurs.

Selon nos estimations, le taux de chômage devient inférieur au NAIRU de long terme à partir du deuxième trimestre de 1998. Par conséquent, des tensions inflationnistes auraient dû apparaître dès la seconde moitié de cette année. Or, il n'en est rien. ceci n'a rien de « paradoxal ». En effet, la baisse du prix des importations et la diminution des charges sociales ont limité les effets inflationnistes de la forte croissance américaine. Cela n'implique nullement la « fin de l'inflation », mais seulement que les mécanismes traditionnels n'apparaissent pas encore du fait de ces chocs favorables.

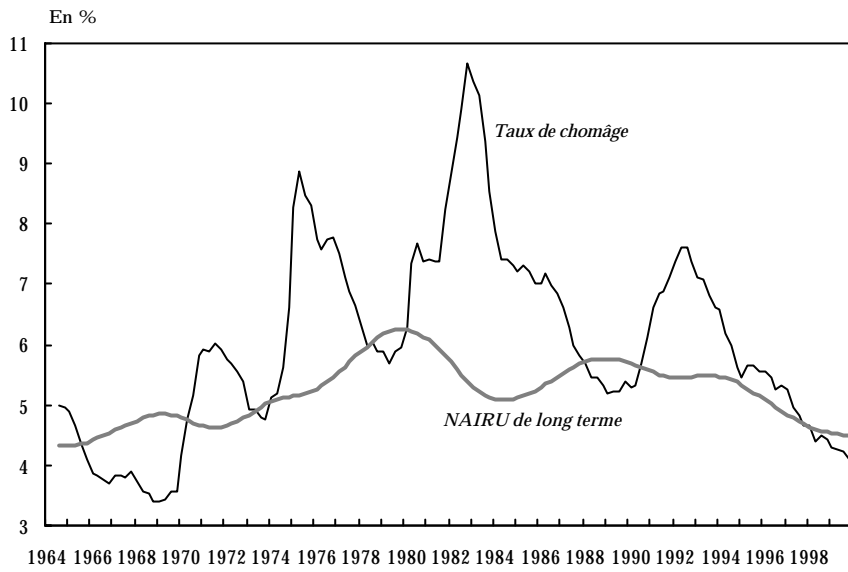
Selon certains auteurs (Lown et Rich, 1997, Hogan, 1998, Chan-Lau et Tokarick, 1999 et Fair, 2000), l'évolution de l'inflation depuis le milieu des années 1990 ne peut plus s'expliquer par une approche de type « courbe de Phillips ». Pour tester cette proposition, nous avons estimé le modèle précédent sur la période 1964:2-1994:4 et réalisé des simulations dynamiques sur l'ensemble de la période. L'estimation d'une boucle

7. Le calcul concernant le NAIRU de court terme ne débute qu'en 1972:2, car le taux de cotisation sociale employeur n'est disponible qu'à partir de cette date.

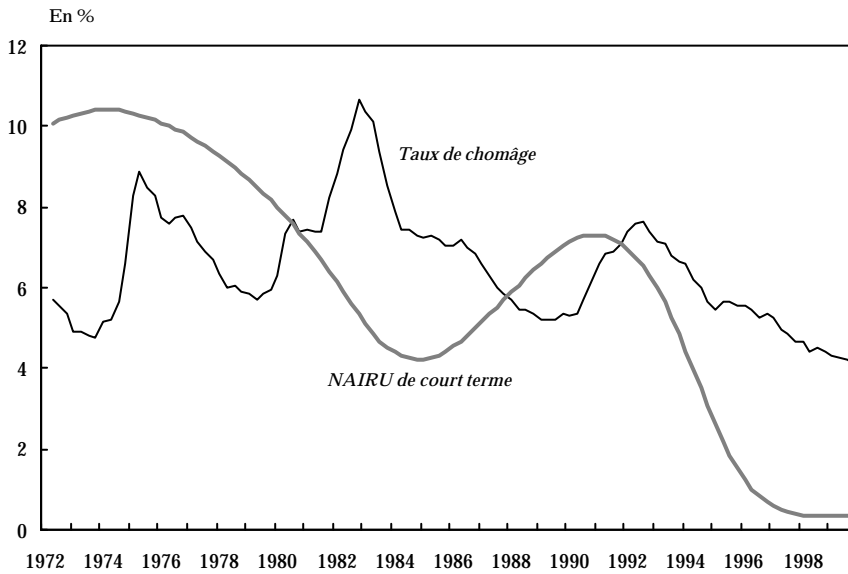
prix-salaires décrit de manière relativement satisfaisante l'évolution des salaires et des prix à la consommation sur l'ensemble de la période (graphiques A3 et A4). A partir de 1998, le modèle tend à surestimer de manière systématique l'inflation et le taux de croissance des salaires. Cependant, l'erreur de prévision du modèle reste modérée.

L'approche par la courbe de Phillips reste un outil efficace pour comprendre l'évolution de l'inflation au cours du dernier cycle américain. Ainsi, si les États-Unis ont pu connaître une forte baisse du chômage sans que cela ne se traduise par des pressions inflationnistes importantes, cela est dû en grande partie à la forte décline du taux de chômage structurel. Il reste maintenant à comprendre les raisons de la baisse tendancielle du NAIRU depuis le milieu des années 1990. Autrement dit, il reste à expliquer les déterminants des forts gains de productivité américains au cours du dernier cycle.

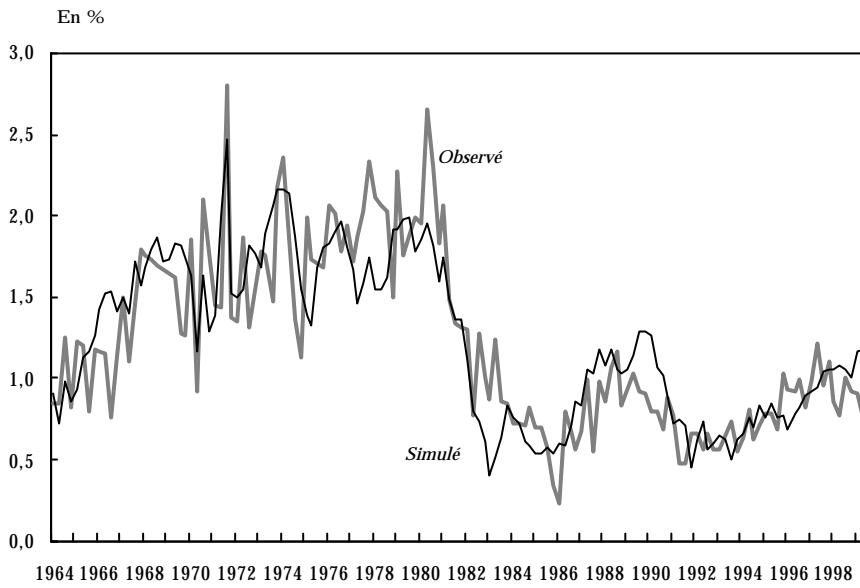
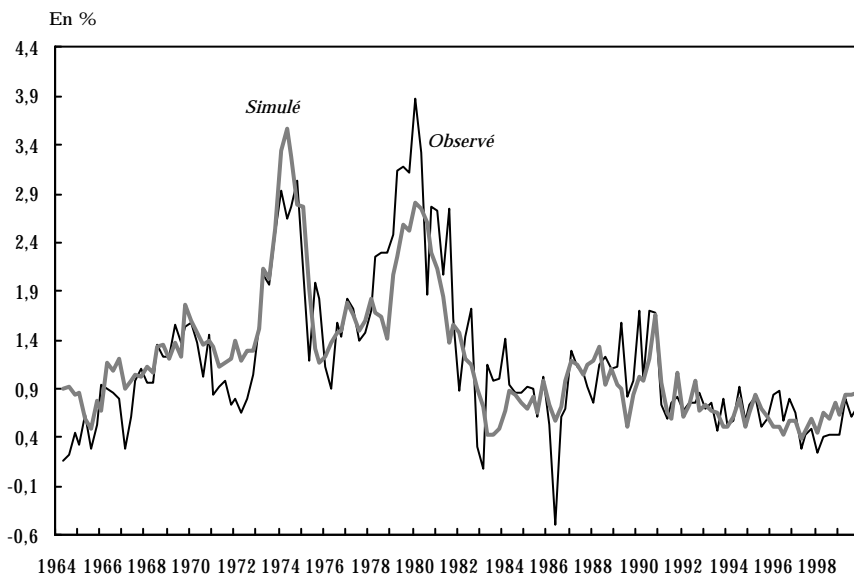
### A1. Taux de chômage et NAIRU de long terme aux États-Unis



### A2. Taux de chômage et NAIRU de court terme aux États-Unis



Sources : BLS, calculs des auteurs.

**A3. Taux de croissance des salaires aux États-Unis****A4. Taux d'inflation aux États-Unis**

Sources : BLS, calculs des auteurs.

## Références bibliographiques

- Adam P. et K. McMORROW, 1999 : « The NAIRU concept : measurement uncertainties, hysteresis and economic policy role », *Economic Papers*, Commission européenne, n° 136, septembre.
- AARONSON D. et D. SULLIVAN, 1998 : « The decline of job security in the 1990s : displacement, anxiety, and their effect on wage growth », *Economic Perspectives*, Federal Bank of Chicago, vol 22, n° 1, premier trimestre, pp 17-43.
- CHAN-LAU A. et S. TOKARICK, 1999 : « Why has inflation in the United States remained so low? Reassessing the importance of labor costs and the price of imports », *IMF Working Paper*, novembre, n° 149.
- FAIR R., 2000 : « Testing the NAIRU model for the United States », *The Review of Economics and Statistics*, vol 82(1), février, pp 64-71.
- GALI J. et M. GERTLER, 2000 : « Inflation dynamics : a structural econometric analysis », *NBER Working Paper* n° 7551, février.
- HEYER E., H. LE BIHAN et F. LERAIS, 1999 : « Relation de Phillips, boucle prix-salaire : une estimation par la méthode de Johansen », *Document de recherche de l'OFCE* n° 99-01, avril.
- HOGAN V., 1998 : « Explaining the recent behavior of inflation and unemployment in the United States », *IMF Working Paper* n° 145, septembre.
- KRAMER C et Y. Li, 1997 : « Job uncertainty and the Phillips curve », *IMF Working Paper* n° 186.
- LOWN C. et R. RICH, 1997 : « Is there an inflation puzzle ? », *FRBNY Economic Policy Review* décembre, pp 51-69.
- STERDYNIAK H., H. LE BIHAN, P. COUR et H. DELESSY, 1997 : « Le taux de chômage d'équilibre, anciennes et nouvelles approches », *Revue de l'OFCE* n° 60, janvier, pp 147-186.

