

## Disparités de croissance et de politiques économiques en Europe

Catherine Mathieu et Olivier Passet

Département analyse et prévision

*Le poids des contraintes de politique économique est fréquemment évoqué pour expliquer les médiocres performances des pays européens au cours des dernières années. La croissance moyenne de l'Union européenne, depuis plus de quatre ans, abrite néanmoins des situations régionales très dispersées. Cet article cherche à faire le lien entre les différentes dynamiques régionales et le poids des contraintes monétaire et budgétaire qui ont pesé sur chaque pays. Un indicateur de dureté monétaire, qui regroupe l'influence des taux d'intérêt réels et du taux de change effectif réel, et synthétise l'intensité de la contrainte monétaire par pays est présenté. Son évolution récente, mais aussi son niveau (dont l'évaluation est plus discutable), permettent d'établir une correspondance assez satisfaisante avec une typologie des performances de croissance depuis 1993, selon que les pays sont dynamiques, intermédiaires ou bloqués. Complétée de sa composante budgétaire, la contrainte de politique économique globale apparaît comme un élément dominant de la différence des performances de croissance entre pays européens. Le blocage de la demande intérieure dans les pays du centre, notamment en France et en Allemagne, n'apparaît alors plus comme un mal qui frapperait l'ensemble de l'espace européen, incapable de relayer l'impulsion positive venue de l'extérieur depuis plusieurs années. Ce problème semble au contraire localisé et étroitement lié aux conditions de politique économique. Les indicateurs construits ici incitent à penser que les conditions monétaire et budgétaire ne constituent plus actuellement un frein à la diffusion du dynamisme de la périphérie aux pays « bloqués » de l'Europe.*

La situation conjoncturelle de l'Europe s'est nettement améliorée au premier semestre 1997<sup>1</sup>. Au delà de cette performance, imputable à un environnement extérieur favorable, mais aussi à une embellie des demandes intérieures dans certains pays, l'Europe a continué à s'interroger sur sa dynamique interne. Les pays européens ont conjugué une spectaculaire convergence des déficits publics et des conditions nominales (inflation, taux d'intérêt), avec des performances réelles diverses

---

1. Ce que confirment les premières évaluations du troisième trimestre 1997.

(PIB, taux de chômage). Ce constat ne constitue en rien un paradoxe. Le cheminement vers une apparente convergence nominale a nécessité des efforts très différenciés. Les déséquilibres à corriger étaient très hétérogènes, de même que les contraintes que se sont imposées les pays pour se conformer aux conditions d'entrée dans l'euro.

Certains pays, notamment ceux du noyau dur, ont procédé à cet effort en se fixant un objectif de fixité de leur taux de change au sein du SME, subissant complètement le handicap de compétitivité par rapport aux Etats-Unis. Pour ces pays, qui avaient depuis de longue date investi dans la crédibilité, les gains liés à la disparition du risque de change dans une Union économique et monétaire européenne ne pouvaient être que minimes en terme de baisse des taux d'intérêt. D'autres ont dû procéder à un ajustement budgétaire et inflationniste d'une ampleur bien plus importante que ceux du noyau dur. Mais les conséquences macro-économiques ont pu être atténuées par un assouplissement des conditions monétaires. Cela est particulièrement net pour les pays d'Europe du Sud et du Nord. Pour ceux-ci, un discours régional commun devient cependant de plus en plus difficile à tenir. L'Italie et l'Espagne, qui semblaient suivre un cheminement de croissance voisin, ont vu leurs trajectoires se découpler nettement après 1995. La Suède n'a pas montré la même aptitude que la Finlande, le Danemark ou, hors de l'Union européenne, la Norvège à prolonger le mouvement de reprise entamé en 1994. Les critères régionaux de différenciations des situations conjoncturelles au sein de l'Europe (nord, sud et centre) deviennent dès lors de moins en moins opérationnels. Le critère de la taille, selon lequel le degré d'ouverture des petits pays aurait constitué un avantage relatif dans la période récente de reprise du commerce international est également insuffisant. Cette version du « *small is beautiful* » est loin de restituer la diversité européenne, comme l'illustrent la Belgique, l'Autriche, ou aussi la Suisse. C'est en fait davantage le critère d'intégration commerciale dans une zone de croissance dynamique, qui permet de tracer une frontière entre les « petits pays » européens. Les croissances les plus fermes en Europe s'appuient principalement sur la demande intérieure, et proviennent de pays périphériques.

## Un bilan des dynamiques régionales en Europe

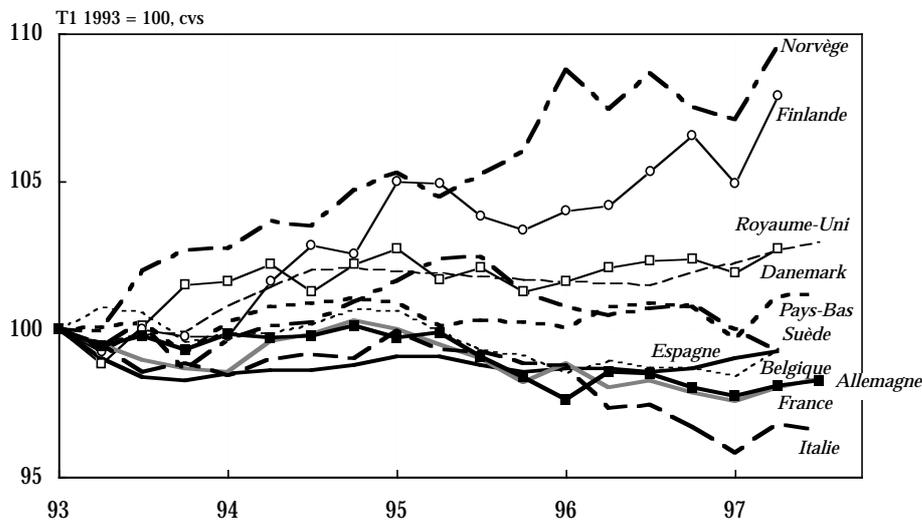
La régulière médiocrité de la performance de croissance de l'UE depuis plus de quatre ans abrite des situations régionales très dispersées : c'est un élément fréquemment évoqué dans les analyses de la situation européenne. Cela fut à nouveau le cas lors de la réunion d'automne de l'Association d'instituts européens de conjoncture économique (AIECE), notamment sous forme de nombreuses interrogations quant à la définition d'une politique monétaire commune dans un

espace économique hétérogène. Il convient de revenir sur la nature de cette hétérogénéité.

Les disparités régionales apparaissent lors de l'observation des tendances de l'activité. Les pays européens sont engagés depuis le deuxième trimestre de 1993 sur des sentiers de croissance d'une vigueur très inégale, le prix d'excellence allant incontestablement aux pays du Nord (graphique 1). Dans le sillage de la croissance, les marchés nationaux de facteurs — travail et capital — offrent également des évolutions très contrastées (tableau 1). Au regard des performances des quatre dernières années les pays européens peuvent être regroupés en trois ensembles <sup>2</sup>:

- les pays « dynamiques », qui conjuguent croissance et résorption du chômage : Danemark, Finlande, Irlande, Norvège, Royaume-Uni ;
- les pays « intermédiaires », à croissance plus modérée : Espagne, Pays-Bas, Portugal, dont le reflux d'activité de 1995 n'entame pas le processus de reprise et débouche sur une décrue récente du chômage ;
- les pays « bloqués » : Autriche, Allemagne, France, Italie, Belgique, Suède <sup>3</sup>, dont la demande intérieure reste léthargique, et le taux de chômage orienté à la hausse sur l'ensemble de la période.

#### 1. Ecart de PIB à une tendance annuelle de 2,5 %



Source : OCDE.

2. Le constat d'une résorption (ou non) du chômage depuis la reprise européenne de 1993 se fait à partir de niveaux très différenciés selon les pays, l'Irlande, la Finlande et l'Espagne connaissant alors des taux de chômage bien plus élevés que la moyenne européenne, notamment. Par ailleurs, la Grèce et le Luxembourg ne peuvent pas être facilement classés dans l'une ou l'autre catégorie puisque, surtout en fin de période, ils conjuguent de bonnes performances du PIB, de médiocres performances industrielles, et une dégradation du chômage (hausse importante du nombre de chômeurs en Grèce depuis le début de 1997).

3. dont la situation est plus complexe que pour les autres pays, puisque dans un premier temps, la Suède semblait prendre le train des « dynamiques », avant de basculer.

## 1. Evolution de l'activité en Europe depuis 1993

En %	All.	Aut. <sup>1</sup>	Bel. <sup>2</sup>	Dan.	Esp.	Fin.	Fra.	Grè. <sup>1</sup>	Irl. <sup>1</sup>	Ita.	Lux. <sup>1</sup>	PB	Por. <sup>3</sup>	RU	Suè.	UE	Nor.
Tendances de moyen terme, en rythme annuel (1er semestre 97 / 1er semestre 93)																	
PIB	2,0	1,9	2,1	3,2	2,4	4,2	2,0	2,4	7,9	1,6	3,9	2,6	2,3	3,2	2,2	2,3	4,6
Production industrielle	2,2	nc	2,3	5,0	4,2	7,6	1,9	1,3	12,6	2,3	1,6	2,9	1,5	2,6	8,5	2,8	5,7
Consommation	1,5	1,6	1,3	4,2	1,7	3,0	1,4	1,8	5,6	1,4	2,6	2,3	2,3	3,0	1,3	1,9	3,9
FBCF	0,7	3,2	2,4	6,1	3,1	4,5	0,4	7,3	12,1	1,4	-2,0	4,8	8,8	2,7	2,6	2,0	6,9
Contribution intérieure	1,7	2,5	1,6	4,0	1,8	3,2	1,4	3,7	5,3	1,2	2,1	2,3	3,5	2,9	0,8	1,9	4,1
Contribution extérieure	0,3	-0,6	0,5	-0,8	0,6	1,0	0,6	-1,3	2,6	0,4	1,8	0,3	-1,2	0,3	1,4	0,4	0,5
Variation du taux de chômage <sup>4</sup> , en points par rapport au 1 <sup>er</sup> semestre 93																	
	2,1	0,4	1,1	-4,1	-1,2	-1,5	1,2	nc	-4,9	2,4	1,3	-0,8	1,4	-3,2	2,0	0,4	-1,9

	All.	Aut. <sup>1</sup>	Bel. <sup>2</sup>	Dan.	Esp.	Fin.	Fra.	Grè. <sup>1</sup>	Irl. <sup>1</sup>	Ita.	Lux. <sup>1</sup>	PB	Por. <sup>3</sup>	RU	Suè.	UE	Nor.
Tendances sur un an																	
(1 <sup>er</sup> semestre 97 / 1 <sup>er</sup> semestre 96)																	
PIB	2,3	1,6	2,3	2,9	3,0	4,8	1,8	3,4	7,5	0,7	4,1	2,4	4,0	3,4	0,7	2,3	2,8
Production industrielle	3,5	nc	3,1	3,5	5,1	7,7	2,0	1,9	13,2	0,1	1,7	1,2	1,3	1,4	6,7	2,6	2,2
Consommation	0,9	0,5	1,3	3,9	2,8	2,2	0,1	2,1	5,8	1,7	2,7	2,1	2,6	4,0	1,9	1,9	3,4
FBCF	1,6	2,8	4,2	8,4	2,6	6,5	-0,1	11,4	13,5	-1,5	4,0	7,6	10,6	2,9	-1,8	2,2	14,9
Contribution intérieure	1,2	1,1	1,6	4,8	1,9	3,2	0,5	4,8	5,7	1,4	3,1	2,0	5,8	3,4	-0,1	1,8	4,3
Contribution extérieure	1,1	0,5	0,7	-1,9	1,1	1,6	1,3	-1,4	1,8	-0,7	1,0	0,4	-1,8	0,0	0,8	0,5	-1,5
Variation du taux de chômage <sup>4</sup> ,																	
en points	0,8	-0,1	-0,4	-0,8	-1,5	-0,4	0,2	nc	-1,0	0,4	0,5	-0,8	-0,6	-1,0	1,0	-0,1	-0,8
Taux de chômage <sup>4</sup>																	
1 <sup>er</sup> semestre 97	9,6	7,6	9,6	6,4	21,0	15,3	12,6	nc	11,0	12,4	3,7	5,6	6,8	7,4	10,8	10,8	4,3
Indicateur avancé OCDE sur les																	
6 derniers mois <sup>5</sup>	+	nc	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	=	+	+	+

1. Pour ces pays qui ne disposent pas d'une comptabilité nationale trimestrielle, ou dont le dernier point connu est trop ancien (1995 pour l'Autriche), les tendances de moyen terme sont estimées sur la base des données annuelles de la période 1993-1997, incluant donc une année de prévision. Les tendances de court terme reproduisent les prévisions pour 1997, telles qu'elles résultent du consensus AIECE.

2. Dans le cas de la Belgique, un chiffrage trimestriel du PIB est disponible : les tendances de ce dernier sont donc traitées comme pour les autres pays. Les composantes sont ensuite estimées à partir d'informations annuelles.

3. Dans le cas portugais, les derniers chiffres de la comptabilité trimestrielle portent sur le quatrième trimestre 1996. Les tendances de court terme sont celles du glissement de S2 96/S2 95.

4. Taux de chômage standardisé défini par l'OCDE.

5. L'indicateur composite avancé de l'OCDE a une valeur indicative. Il synthétise un certain nombre d'informations (stocks, commandes, enquêtes, prix, paramètres financiers) qui sont traditionnellement en avance sur l'activité industrielle. Son avance sur l'activité n'excède pas 6 mois.

Sources : OCDE, estimations des auteurs.

Cet éparpillement donne cependant une image trompeuse de décalage ou d'autonomie des conjonctures nationales. Les termes fréquemment employés de « décalage conjoncturel » ou de « non convergence réelle » sont en fait moins justifiés qu'il n'y paraît.

D'une part, si le décalage devait être mesuré par référence au degré des tensions sur l'offre, la plupart des pays européens offriraient une image homogène en matière d'utilisation des capacités industrielles. Outre le fait que la quasi-totalité des pays sont actuellement sous les niveaux de la fin des années quatre-vingt (sauf la Belgique et le Danemark), les évolutions sont voisines : diminution du tournant des années 1980 /1990 à la mi-1993<sup>4</sup>, remontée jusqu'au début 1995 accompagnant la reprise de l'activité, rechute ou stabilisation par la suite.

D'autre part, l'hétérogénéité des tendances de moyen terme s'est conjuguée avec une dépendance renforcée des inflexions de croissance de court terme depuis le début des années quatre-vingt-dix. On ne peut dès lors parler de décalage conjoncturel, au sens propre, en Europe. Tous les pays ont connu une accélération de la croissance au cours de 1994. Tous ont aussi subi un ralentissement plus ou moins marqué entre la fin de 1994 et le début de 1996. La plupart, enfin, connaissent une embellie entre le début de 1996 et la mi-1997, qui va de la stabilisation à l'accélération selon les cas (exception faite de l'Italie et de la Suède dont les situations se dégradent). La dispersion n'est marquée que lors des périodes de retournement. L'année 1996, comme celle de 1993, n'échappent pas à la règle, puisque c'est à ce moment qu'apparaissent les plus forts décalages : les pays qui tirent le mouvement de reprise ne diffusent leur croissance aux autres zones qu'après un certain laps de temps. Le sentiment de dispersion était encore prononcé en début d'année 1997, puisque l'Europe venait de traverser une de ces périodes où les dynamiques se contrarient momentanément avant de s'unifier.

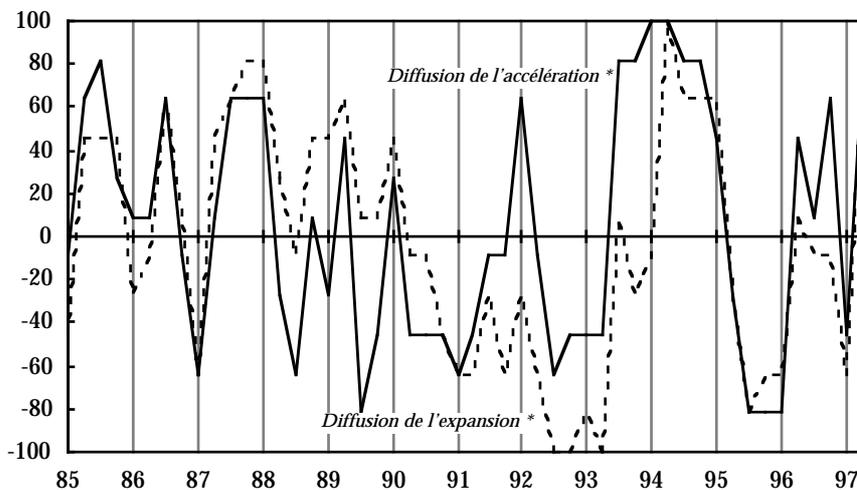
Les indicateurs de diffusion (graphique 2 et encadré 1) permettent de visualiser le degré de dispersion régionale des mouvements de reprise ou de décélération au sein des pays européens. Si l'on reprend la chronique de la dynamique intra-européenne depuis le début de 1993, tous les pays européens, à l'exception de l'Irlande, partent de rythmes de croissance inférieurs à 2,5 %. Un premier groupe qui, outre l'Irlande comprend le Royaume-Uni, le Danemark, la Finlande, la Norvège, et les Pays-Bas (plus tardivement) se découple des pays en récession entre le début et la mi-1993. La diffusion de la reprise aux autres pays s'opère au tournant de 1993 et 1994 atteignant la France en dernier. L'Europe connaît alors une période de trois à quatre trimestres de forte synchronisation. Un premier basculement se produit au début de 1995, amorcé

4. Pour le Royaume-Uni, l'Irlande ainsi que la Suède, le point bas de l'utilisation des capacités industrielles se situe avant 1993.

par l'Allemagne et contaminant dès le deuxième trimestre plus de la moitié des pays européens.

Le ralentissement se généralise à la mi-1995 à presque toute la zone mais, par sa durée et son ampleur, une discrimination assez nette va s'opérer entre pays. Pour un premier groupe (l'Allemagne, la France et la Belgique), le ralentissement prononcé et durable déborde sur 1996 et inaugure une période incertaine. Pour un autre groupe (l'Irlande, l'Espagne, la Finlande, la Norvège, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et le Danemark), le ralentissement est de courte durée et débouche sur un redémarrage soutenu de la croissance au tournant de 1995 et 1996. Enfin, pour la Suède et l'Italie, gagnés plus tardivement par le ralentissement européen, la dépression s'étire jusqu'au début de 1997. L'indicateur de diffusion de la reprise européenne porte la marque de cette dispersion des conditions nationales durant 1996. Par contre, sa forte remontée au deuxième trimestre de 1997 laisse présager une extension de la dynamique de croissance parmi les pays européens.

## 2. Indicateur de diffusion de la reprise européenne (11 pays)



\* Ces indicateurs sont présentés dans l'encadré 1.

Note : Le graphique ne retient que les 10 pays de l'UE pour lesquels on dispose d'une comptabilité trimestrielle à jour. La Norvège y a été ajoutée. Sont donc exclus l'Autriche, la Grèce, l'Irlande, le Luxembourg et le Portugal.

Sources : OCDE, calculs OFCE.

### 1. Indicateurs de diffusion

Les indicateurs de diffusion présentés dans le graphique 2 cherchent à mesurer le degré et le sens de la synergie entre cycles européens (1). Deux critères sont retenus pour caractériser la dynamique de court terme de chacun des pays.

— Le premier est celui « d'expansion », estimé à partir d'une norme de croissance quelque peu arbitraire de 2,5 %, voisine de la croissance moyenne de l'Europe depuis 15 ans et des potentiels généralement estimés pour chacun des 11 pays retenus ici. Un pays sera considéré en expansion lorsque sa croissance annualisée au cours des deux derniers trimestres est supérieure au rythme de 2,5 %. L'indicateur de « diffusion de l'expansion » est calculé pour chaque période comme la différence entre le pourcentage de pays qui sont en expansion et le pourcentage de pays qui ne le sont pas. Il vaut donc 100 lorsque tous les pays évoluent à un rythme supérieur à 2,5 %, -100 lorsque tous les pays évoluent en dessous de 2,5 %, et 0 lorsque la proportion des pays en expansion est égale à celle des pays qui ne le sont pas. Ce dernier cas correspond aux périodes de désynchronisation de la conjoncture européenne. L'indicateur fournit donc une information sur la synchronisation au sein de l'Europe, qui sera d'autant plus forte que l'indice se rapproche de ses valeurs extrêmes (100 ou -100).

— Le second indicateur est celui « d'accélération » : les pays sont positionnés, non plus en fonction de l'écart de leur croissance à une norme fixe, mais par référence au rythme de croissance moyen de leur économie au cours des deux dernières années. Si la performance de croissance des deux derniers trimestres est supérieure au rythme moyen des deux dernières années, l'activité est considérée en accélération. On construit ensuite l'indicateur « de diffusion de l'accélération » en procédant comme dans le cas précédent. La valeur de cet indicateur s'échelonne donc entre 100 à -100 selon le degré de synchronisation des pays.

(1) Voir Fayolle et Micolet (1997) : « Cycles internationaux : éléments pour une problématique appliquée », *Revue de l'OFCE*, n° 62, pp 109-150.

## Des différences de croissance qui reflètent pour partie la dispersion des conditions monétaires et budgétaires

La prise en compte de l'évolution des variables monétaires que constituent les taux d'intérêt réels et les taux de change effectifs réels via un indicateur synthétique des conditions monétaires (encadré 2 et graphiques 3), conduit à distinguer deux groupes de pays, au regard des dix dernières années :

— les pays dévaluationnistes de la première moitié des années 1990 : Royaume-Uni, Italie, Irlande, Espagne, parmi les pays alors membres du SME ; Suède et Finlande ;

— les pays de la zone mark, ou noyau dur de l'Europe, qui ont connu une relative stabilité de leurs conditions monétaires depuis 10 ans : Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Belgique et France.

Le Danemark et la Norvège sont dans une situation intermédiaire dans la mesure où la détente de leurs conditions monétaires opérée de 1993 à 1994 ne relève pas d'une forte dépréciation de leurs taux de changes effectifs réels, mais de baisses de leurs taux d'intérêt.

### **2. Indicateurs de conditions monétaires**

Les indicateurs de conditions monétaires ont pour but de donner une représentation synthétique de la contrainte monétaire qui pèse sur une économie, en couplant deux informations : les taux d'intérêt réels, qui affectent la demande (notamment d'investissement à travers le coût du crédit) et que l'on considère en écart au taux de croissance lissé du PIB en volume ; le taux de change effectif réel qui intervient en tant qu'indicateur de compétitivité.

Les pays européens ont connu au cours des dernières années des fluctuations de forte ampleur, et parfois de sens opposés, des taux d'intérêt réels et des taux de change. Les taux d'intérêt, notamment à partir de 1992, ne suffisent plus à jauger le poids des contraintes monétaires en Europe dès lors que certains pays connaissent une forte dépréciation de leur taux de change effectif. Fournir une indication synthétique de l'environnement monétaire suppose d'adopter un système de pondération qui restitue l'influence de ces variables, ce qui constitue une première difficulté : trouver, en terme d'impact sur la croissance, l'équivalent-taux de change effectif d'une modification de 1 point des taux d'intérêt.

La pondération que nous avons adoptée se réfère aux propriétés du modèle Mimosa. Dans Mimosa, une hausse de 1 point des taux d'intérêt (courts et longs) dans l'UE produit un déficit de croissance de 0,9 point au bout de trois ans, lorsque l'impact récessif est le plus élevé. Une appréciation de 10 % du taux de change des monnaies de l'UE aboutit

à 1,8 point de déperdition de croissance en trois ans. Il en ressort donc un équivalent de l'ordre de 1 à 5 entre taux d'intérêt et taux de change <sup>1</sup>. Cette pondération a été appliquée à l'ensemble des pays pour deux raisons : Mimoso ne modélise pas tous les pays européens et il nous a semblé qu'extrapoler des impacts différents à partir de ceux révélés pour les pays modélisés introduirait davantage de biais dans l'indicateur que le choix d'une pondération unique. L'indicateur synthétique n'a dès lors qu'une valeur indicative.

Le second type de difficultés auxquelles on se heurte porte sur l'évaluation d'un niveau absolu de degré de dureté monétaire. Une première solution consiste à éluder la question, en choisissant de façon arbitraire une année de base comme référence (ce qui est fait notamment par le FMI ou l'OCDE). Dans ce cas, l'interprétation des indicateurs ne peut être faite qu'en tendance et ne permet pas de juger de la position relative d'un pays par rapport à un autre. Une autre possibilité est d'évaluer l'indicateur en écart à une situation de référence. C'est la solution qui a eu notre préférence, et qui est aussi retenue par la Direction de la Prévision dans ses notes de conjoncture. Mais ce choix prête le flanc à la critique, dans la mesure où il n'existe pas de norme qui s'impose de façon indiscutable. Nous avons choisi de considérer le taux d'intérêt réel en écart au taux de croissance de l'activité sur moyenne période <sup>2</sup>. De ce point de vue, les niveaux entre pays sont comparables. Pour le taux de change effectif réel, nous avons évalué le degré de contrainte par différence à son niveau moyen de longue période <sup>3</sup>, ce qui limite l'appréciation des écarts entre les pays.

L'indicateur est donc calculé de la façon suivante :

**Indicateur = 1 \* [(moyenne(taux court, taux long) – glissement annuel des prix à la consommation – croissance lissée du PIB) + 0,2 \* [taux de change effectif réel en écart à sa moyenne sur 10 ans]**

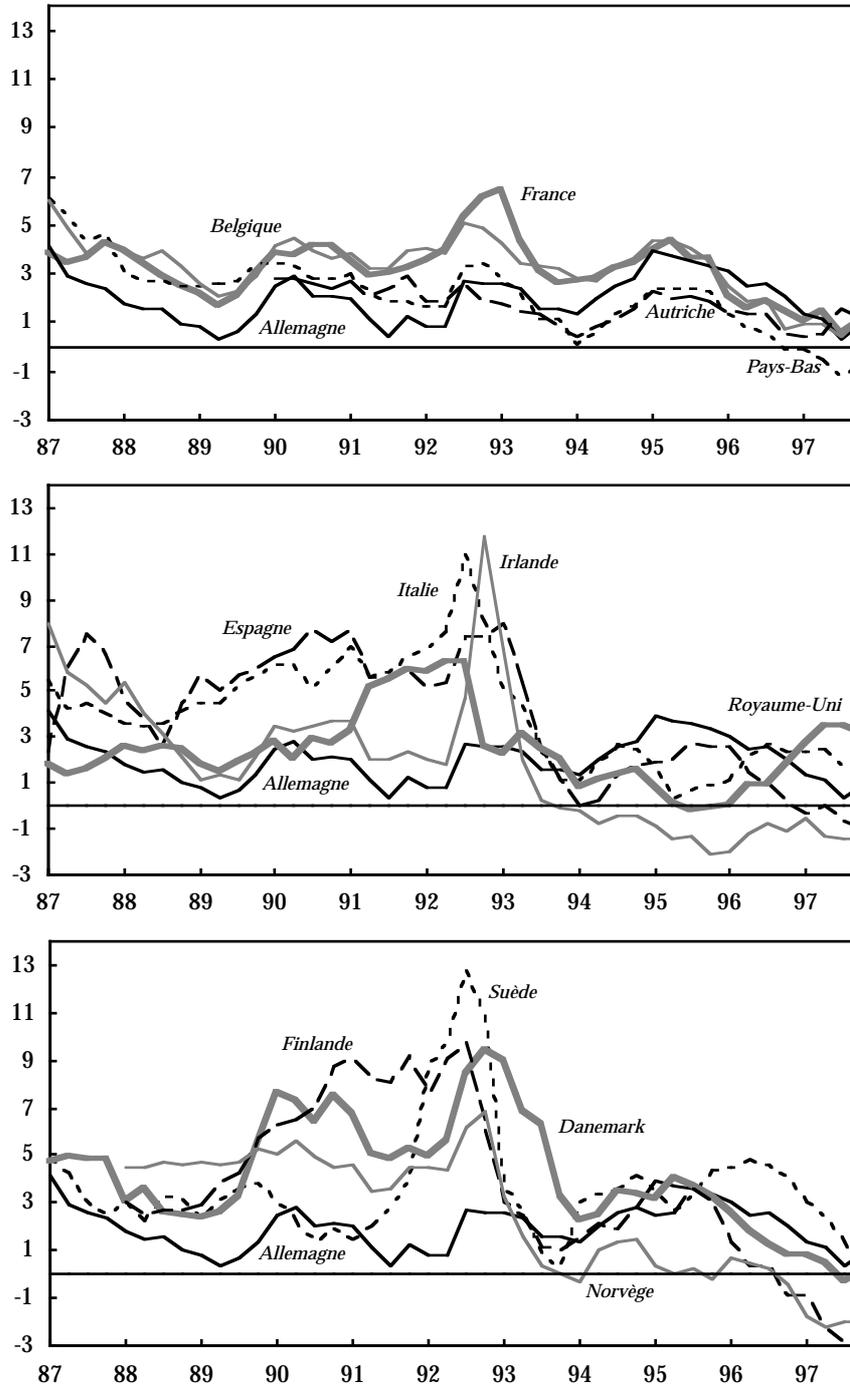
Une hausse de l'indicateur signifie un durcissement des conditions monétaires. La valeur de nos indicateurs n'a cependant, compte tenu des points que nous avons évoqués, pas vocation à être considérée comme « absolue ». Les graphiques 3 permettent de visualiser les tendances, et donnent un éclairage sur les différences de conditions entre pays.

1. L'OCDE (*Perspectives économiques*, juin 1996) retient, en se référant au modèle INTER-LINK, un rapport de 1 à 4 pour la France, l'Allemagne, l'Italie et le Royaume-Uni, et de 1 à 1,5 pour la Suède et l'Espagne. Le FMI adopte un rapport de 1 à 3 pour la France, l'Italie et le Royaume-Uni, et de 1 à 4 pour l'Allemagne. Dans tous les cas, les indicateurs retenus accordent une influence plus importante aux fluctuations des taux d'intérêt.

2. Nous avons retenu une moyenne taux court / taux long, ce qui limite la volatilité de l'indicateur, en particulier lors de chocs spéculatifs sur les monnaies, comme cela fut le cas dans plusieurs pays sur la période étudiée. L'indice de prix est celui des prix de consommation, bien que ce ne soit pas le meilleur (notamment parce qu'il intègre des prix importés et la fiscalité sur la consommation). C'est cependant l'indicateur de prix le plus systématiquement suivi, qui permet le plus aisément de traiter de façon homogène plusieurs pays.

3. Sauf dans le cas de l'Espagne, où l'évolution des taux de change effectifs réels présente, depuis le début des années soixante-dix, une tendance nette à l'appréciation et dont on peut penser qu'elle reflète pour partie un effet de « rattrapage » de l'économie espagnole par rapport à ses principaux concurrents.

3. Conditions monétaires



Sources : OCDE, calculs des auteurs.

Ce classement reflète l'importance des taux de change effectifs et des taux d'intérêt réels sur la conjoncture intra-européenne, sans correspondre fidèlement aux critères de croissance économique définis plus haut. Les Pays-Bas, pays « intermédiaire », connaissent des conditions monétaires voisines de celles du noyau dur (quoique d'une dureté légèrement moindre de 1993 à 1996). Le Danemark, pays « dynamique » connaît certes une nette détente de ses conditions monétaires après 1993, mais il se positionne sur le niveau de contrainte du noyau dur. L'Italie, pays « bloqué », connaît une forte détente de ses conditions monétaires après 1992, qui la place à un niveau particulièrement avantageux notamment durant 1995. Mais par la suite, la dégradation de sa position relative, surtout vis-à-vis de l'Espagne, éclaire bien celle de sa trajectoire de croissance, d'autant qu'elle s'ajoute à une politique budgétaire restrictive. Le même constat peut être fait pour la Suède après 1995.

#### L'évolution des conditions monétaires

Les pays « dévaluationnistes » avaient connu, de 1987 à 1992, un durcissement de leurs conditions monétaires, principalement du fait de la montée de leurs taux de change réels effectifs, qui les ont éloignés de celles des pays de la zone mark. Ceux qui ont alors adhéré pour des périodes plus ou moins longues au mécanisme de change européen, ont payé un coût élevé en terme de taux d'intérêt et de taux de change. Les dévaluations de leurs monnaies entre 1992 et 1993<sup>5</sup> ont conduit à une forte détente de leur conditions monétaires.

A partir de la mi-1992, on peut distinguer schématiquement trois périodes. Du second semestre 1992 à la fin 1993, les conditions monétaires se sont assouplies dans tous les pays, soit du fait des baisses de taux de change effectifs pour le premier groupe de pays, soit du fait d'une détente des taux d'intérêt réels, pour les pays du noyau dur. De la fin 1993 au début 1995, les indicateurs de conditions monétaires se sont durcis (en règle générale à la fois du fait des taux d'intérêt et de taux de change effectifs), sauf au Royaume-Uni, en Italie et en Irlande, grâce une dégradation persistante des taux de change effectifs. La reprise de l'activité amorcée en 1993 s'est donc faite dans la foulée d'un assouplissement des conditions monétaires, et la rechute du début 1995 après une période de durcissement des conditions monétaires.

A partir du premier semestre 1995, la montée du dollar permet la détente des conditions monétaires en Europe. La décreue des taux d'intérêt joue aussi, plus ou moins selon les pays : c'est au nord qu'elle est la plus affirmée (Danemark, Finlande, Norvège et Belgique). Ces mouvements de baisse des indicateurs de conditions monétaires confortent

5. Un an plus tôt pour la Finlande, dont le cas est différent, puisqu'elle a connu un fort recul de son activité au début des années quatre-vingt-dix dû à la chute de ses ventes en Europe de l'Est et en ex-URSS.

l'idée d'un affermissement généralisé de la croissance européenne. Seuls la Suède, le Royaume-Uni et l'Italie se démarquent : en Suède l'assouplissement des conditions monétaires ne s'est amorcé qu'au second semestre 1996 ; au Royaume-Uni les conditions se tendent, surtout du fait de l'appréciation du taux de change effectif réel depuis un an ; l'Italie est pénalisée par l'appréciation de la lire, tandis que la désinflation rend les taux d'intérêt réels rigides à la baisse. Ces divergences de conditions monétaires confortent ainsi les perspectives de ralentissement de l'économie britannique et les positions relativement peu favorables de l'Italie et de la Suède.

### Le poids des conditions budgétaires

L'évolution des finances publiques au cours des dernières années contribue, elle aussi, à expliquer les différences de conjoncture entre pays européens. Les pays qui affichent aujourd'hui les déficits les plus faibles, voire des excédents, sont ceux qui ont connu les plus fortes croissances (tableau 2). L'évaluation du poids des politiques budgétaires sur l'activité doit être faite en termes d'impulsion budgétaire discrétionnaire<sup>6</sup>. Selon nos évaluations, les efforts budgétaires réalisés par les pays de l'UE ont représenté environ un demi point de PIB en 1993 et en 1994, et plus de un point par an de 1995 à 1997 (tableau 3). Dans les pays « bloqués » ces efforts ont été importants (Allemagne, France, Belgique, Italie, Suède). A l'opposé, certains pays « dynamiques » ont connu, en moyenne sur la période considérée, un effort budgétaire de moindre importance, voire pour ce qui concerne l'Irlande une impulsion budgétaire de 1 point de PIB par an, en moyenne. Pourtant, pour certains d'entre eux cet effort est supérieur à la moyenne. Pour comprendre la performance de ces pays, il faut alors considérer le *policy mix* sous ses dimensions budgétaire et monétaire (tableau 4). La Norvège et la Finlande, par exemple, atténuent la portée restrictive de leur effort budgétaire grâce à un contexte monétaire favorable. Elles sont les rares économies européennes à avoir pu réaliser le triptyque vertueux associant baisse du déficit public, décreuse des taux d'intérêt et croissance soutenue. Inversement le cas danois, où la croissance coexiste avec des conditions monétaires rigoureuses, peut être relativisé par la prise en compte de sa neutralité budgétaire jusqu'en 1996 (l'effort étant concentré sur 1997 et 1998). Seule l'Autriche, en dépit de conditions monétaires et budgétaires relativement favorables, ne parvient pas à s'extraire des pays bloqués, et donc à contrebalancer l'influence de son intégration commerciale aux pays du noyau dur.

6. L'impulsion budgétaire est calculée comme la variation, rapportée au PIB, du solde primaire structurel, c'est-à-dire du solde des administrations, hors intérêts, corrigé de sa composante conjoncturelle. La composante conjoncturelle de la croissance est estimée par référence à une croissance tendancielle de 2,5 % pour l'ensemble des pays européens, à l'exception de l'Irlande (5 %). Une impulsion positive signifie une politique budgétaire expansionniste. Une impulsion négative, ou « effort », signifie une politique restrictive.

## 2. Croissance et déficits publics en Europe à l'horizon 1998

	Croissance du PIB			Déficit public/PIB <sup>2</sup>		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998
<i>Allemagne</i>	1,4	2,4	2,8	3,5	3,1	2,5
<i>Autriche</i>	1,3	1,6	2,5	3,5	2,8	2,6
<i>Belgique</i>	1,5	2,2	2,8	3,2	2,9	2,5
<b>Danemark</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>- 0,5</b>	<b>- 0,6</b>
<i>Espagne</i>	2,3	3,2	3,4	4,4	3,0	2,4
<b>Finlande</b>	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>
<i>France</i>	1,4	2,2	2,9	4,2	3,3	3,0
<i>Grèce</i>	2,6	3,4	3,8	7,4	4,2	3,0
<b>Irlande</b>	<b>7,7</b>	<b>7,5</b>	<b>7,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>- 0,2</b>
<i>Italie</i>	0,7	1,1	2,0	6,7	3,0	2,9
<i>Pays-Bas</i>	3,3	3,2	3,8	2,3	2,0	1,8
<b>Royaume-Uni</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>4,0</b>	<b>2,2</b>	<b>0,7</b>
<i>Suède</i>	1,1	1,4	2,4	3,6	1,1	- 0,5
Union européenne <sup>1</sup>	1,7	2,4	2,7	4,1	2,8	2,1
<b>Norvège</b>	<b>5,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>- 5,9</b>	<b>- 7,3</b>	<b>- 8,0</b>

Note : les pays « dynamiques » sont présentés en caractères gras, les pays « bloqués » en italiques, les pays « intermédiaires » en caractères standard.

1. Hors Luxembourg et Portugal.

2. Un signe négatif correspond à un excédent.

Sources : AIECE, automne 1997 ; OCDE pour la Norvège.

## 3. Variations annuelles des soldes primaires structurels

En points de PIB

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<i>Allemagne</i> <sup>1</sup>	4,0	2,3	- 1,2	- 1,5	- 0,7	- 1,0	- 0,3	- 0,5	- 0,2
<i>Autriche</i>	0,3	0,5	- 1,4	1,1	0,9	- 0,3	- 1,6	- 1,0	0,0
<i>Belgique</i>	- 0,3	0,6	- 0,5	- 1,9	- 1,6	- 0,3	- 0,8	- 0,3	0,2
<i>Danemark</i>	1,2	0,7	- 0,6	- 0,5	0,9	- 0,5	- 0,1	- 1,1	- 0,9
<i>Espagne</i>	1,6	0,3	- 2,1	0,3	- 0,5	0,0	- 2,1	- 0,5	0,6
<i>Finlande</i>	0,2	2,2	1,3	- 1,3	- 2,3	0,3	- 2,0	- 1,0	- 0,2
<i>France</i> <sup>2</sup>	0,1	- 0,5	0,9	- 0,4	0,0	- 1,2	- 1,5	- 0,6	- 0,2
<i>Grèce</i>	- 2,1	- 3,6	- 1,9	- 2,1	- 5,2	0,2	- 1,1	- 0,2	0,8
<i>Irlande</i>	2,2	- 1,3	0,0	- 0,7	0,4	3,1	0,6	0,5	1,0
<i>Italie</i> <sup>3</sup>	0,4	- 2,5	- 2,7	- 2,0	0,6	- 2,9	- 0,5	- 2,7	0,5
<i>Pays-Bas</i>	1,2	- 2,5	0,7	- 1,6	1,0	- 0,4	- 0,7	0,4	0,5
<i>Portugal</i>	1,9	1,1	- 2,8	2,5	- 0,6	- 0,7	- 0,7	0,6	0,6
<i>Royaume-Uni</i>	1,2	- 0,6	2,2	1,2	- 0,5	- 1,6	- 0,9	- 1,7	- 1,3
<i>Suède</i>	1,0	3,5	4,6	1,4	- 2,5	- 3,2	- 5,3	- 1,9	- 1,8
UE	1,4	- 0,1	- 0,4	- 0,6	- 0,3	- 1,3	- 1,0	- 1,1	- 0,2
<i>Norvège</i>	- 1,8	2,7	2,1	- 1,2	- 1,0	- 2,6	- 1,1	- 0,2	0,7

Note : Un signe négatif indique une réduction du solde primaire structurel, et donc une impulsion négative sur l'économie ; voir la définition en note 6 (page précédente).

1. Non compris les soldes de chemins de fer allemands depuis 1994 et ceux du fonds d'amortissement des dettes héritées (dont en particulier les dettes de la Treuhandanstalt) depuis 1995.

2. La réduction de déficit liée à l'apport de la soultte France Telecom (0,35 % du PIB en 1997) n'est pas incorporée comme composante structurelle.

3. Une modification des règles comptables concernant les intérêts postaux réduit artificiellement le déficit public de 0,3 % du PIB en 1997. La variation du solde structurel ne prend pas en compte cet effet.

Sources : OCDE, calculs des auteurs.

*4. Situation des pays au regard des conditions monétaire  
et budgétaire, sur la période 1993-1997*

Classement par intensité croissante de la contrainte monétaire (en moyenne de la mi-93 à la mi-97) <sup>1</sup>	Impulsion budgétaire cumulée en points de PIB <sup>2</sup>	Catégorie en terme de croissance
Irlande	+ 3,8	Dynamique
Norvège	- 6,1	Dynamique
Pays-Bas	- 1,4	Intermédiaire
Royaume-Uni	- 3,4	Dynamique
Finlande	- 6,4	Dynamique
Espagne	- 2,9	Intermédiaire
Autriche	- 0,9	Bloqué
Italie	- 7,5	Bloqué
Allemagne	- 4,1	Bloqué
Danemark	- 1,3	Dynamique
France	- 3,7	Bloqué
Belgique	- 5,0	Bloqué
Suède	- 11,6	Bloqué

1. Globalement, si l'appréciation en niveau absolu est approximative (encadré 2) le classement qui en résulte semble pertinent au regard des performances de croissance.

2. Un signe négatif indique une réduction du déficit ou une augmentation de l'excédent.

Sources : OCDE, calculs des auteurs.

## Les chances d'une extension de la dynamique périphérique

En France et en Allemagne, l'idée souvent évoquée est que la reprise européenne tient essentiellement à des facteurs extérieurs, et que sa pérennité suppose une transmission encore hypothétique à la demande intérieure. Or, dans tous les pays européens qui connaissent une croissance soutenue depuis 1993, la demande intérieure joue un rôle moteur et, à l'exception du Royaume-Uni, l'investissement est venu amplifier le mouvement et limiter la contrainte de capacité. Les problèmes d'absence de diffusion de la contribution externe à la composante interne de la demande sont donc bien localisés et ne constituent pas un blocage qui caractériserait l'ensemble des pays européens. L'ampleur de l'impulsion extérieure n'est d'ailleurs pas forcément le seul facteur discriminant pour expliquer les différences de croissance : le Danemark, le Royaume-Uni, les Pays-Bas ou, dans une moindre mesure, la Norvège ne se distinguent pas par une contribution externe particulièrement favorable, notamment en fin de période.

Le raffermissement de la croissance constaté en Europe depuis la fin de 1996 ressemble, à plusieurs égards, à la situation de 1994. Le noyau dur n'en constitue pas l'épicentre. Les conditions monétaires s'assouplissent en moyenne. L'absence de généralisation de la reprise en 1994

avait buté sur les blocages internes en France et en Allemagne, et sur un resserrement général des contraintes monétaires et budgétaires, particulièrement prononcé en Italie et en Suède. On peut dès lors s'interroger sur la capacité du noyau dur à embrayer et amplifier l'impulsion des pays périphériques.

A la différence de la fin de 1993, les pays européens se situent au début de 1997 dans un contexte monétaire beaucoup moins contrasté, en niveau comme en évolution, comme le montrent les indicateurs construits ici (graphiques 3). La contrainte monétaire qui a pesé sur les pays bloqués du centre se détend maintenant depuis plus de deux ans. Partant de ce constat et de la perspective d'efforts d'ajustements budgétaires beaucoup moins intenses que ceux réalisés au cours des dernières années, les chances d'une diffusion généralisée et durable de la croissance apparaissent bien plus fortes que par le passé. La perspective d'une large participation des pays à l'euro contribue aussi à rendre cette reprise crédible, si elle s'accompagne d'une stabilité des taux courts, voire d'une baisse pour certains pays, ce qui serait particulièrement favorable à l'Italie où le taux d'intérêt de court terme est de l'ordre de 6 % à la fin de 1997.

D'après les prévisions présentées à l'automne 1997 par les instituts membres de l'AIECE, l'ensemble des pays désirant participer à l'euro satisferont en 1998 le critère de Maastricht en matière de déficit public, ce qui serait déjà vrai en 1997 pour la plupart d'entre eux. Les soldes associés aux perspectives de croissance signifieraient donc que les ajustements budgétaires seraient derrière nous, et ne constitueraient plus un frein à la croissance européenne, pour la première fois depuis 1992<sup>7</sup>. Une rechute accidentelle de l'activité compromettrait bien évidemment la réalisation de ce scénario vertueux de croissance en Europe. Selon les prévisions de croissance dégagées lors de la réunion de l'AIECE, une majorité de pays se trouverait encore à des niveaux de déficit public supérieurs à 2,5 points de PIB en 1998. Il n'y aurait, et ce principalement dans les pays du centre, que peu de marges de manœuvre en cas de croissance moins forte que prévu. On pourrait alors se retrouver à nouveau dans un contexte d'intensification des efforts budgétaires, qui ralentirait la progression des demandes intérieures<sup>8</sup>.

---

7. L'impact de ces impulsions budgétaires sur l'économie européenne est un exercice délicat, notamment parce qu'il dépend du type de mesures de politique budgétaire mises en place (mesures portant sur les ménages ou les entreprises, de caractère inflationniste ou non...). Cependant, selon une évaluation faite à partir des mesures budgétaires prévues à la mi-1996, une réduction de 1 point de PIB du déficit public *ex post* coûtait 2 points de croissance en Europe (Le Bihan, Mathieu et Sterdyniak, 1996 : « L'austérité budgétaire et la croissance », *Lettre de l'OFCE* n°153, juillet 1996).

8. Voir Coquet, Le Bihan, Lerais et Sterdyniak, 1997 : « UEM, le bout du tunnel ? », *Lettre de l'OFCE*, n°169, novembre.

La pérennité du scénario de reprise repose aussi sur la réalisation de deux hypothèses cruciales : l'absence de remontée des taux courts en Europe et la stabilité des taux de change, en particulier en ce qui concerne le cours du dollar américain. Or, deux événements majeurs ont à l'automne 1997 jeté le trouble sur les perspectives monétaires en Europe : les doutes sur la stratégie monétaire allemande à la veille de l'euro et les implications de la déstabilisation financière des marchés financiers asiatiques sur la devise américaine.

Concernant la stratégie de la Bundesbank, les interrogations portent sur le niveau de taux court que cette dernière entend définir sur le marché monétaire unifié au moment de la fixation définitive des parités en mai 1998. Si la Banque centrale allemande souhaite faire converger l'ensemble des taux courts européens vers une norme intermédiaire, ne laissant plus aux autres pays l'effort de faire seuls le chemin de la convergence vers le point bas allemand, un resserrement significatif de la politique allemande serait à attendre. La hausse de 0,3 point des taux des prises en pension en octobre avait été interprétée par certains comme la mise en œuvre de cette stratégie. Si tel était le cas, les taux européens ne convergeraient pas en 1998 vers un niveau voisin de 3,5 %, tel qu'il ressort du consensus d'automne des instituts de conjoncture allemands, mais à un niveau intermédiaire, compris entre le niveau de 3,3 % des taux au jour le jour pratiqués à la fin de 1997 par la Bundesbank, et celui de 6,3 % pratiqué par la Banque d'Italie. Ce scénario est accrédité par ceux qui, se référant à la règle de Taylor, considèrent que des taux courts compris entre 4,5 % et 5 % correspondraient actuellement à la neutralité de la politique monétaire en Allemagne, mais en amendant une hypothèse essentielle, celle selon laquelle le taux d'intérêt réel est égal sur longue période au taux de croissance de l'économie (encadré 3).

### **3. A propos de la règle de Taylor et de son application à la politique monétaire allemande**

La règle de Taylor, fréquemment citée depuis quelques temps pour juger du caractère expansionniste, ou non, de la politique monétaire allemande, est la suivante :

$$i = c + p + 0,5 Y/Y^* + 0,5*(p - 2)$$

où  $i$  est le taux d'intérêt au jour le jour ;  $c$  la constante qui représente le taux réel d'équilibre de longue période, que Taylor considère voisin du taux de croissance tendanciel de l'économie, soit 2 % ;  $p$  est le taux de croissance en glissement annuel du déflateur du PIB ;  $Y/Y^*$  est l'écart du PIB à sa tendance ; et  $(p - 2)$  représente l'écart de l'inflation courante à une cible définie par la Banque centrale, estimée à 2 %.

Il s'agit d'une règle *ad hoc*, ne résultant que très indirectement de résultats économétriques et supposée être représentative de la fonction

de réaction de la FED après 1987. Cette formule est devenue une référence pour juger de la neutralité des politiques monétaires dans différents pays. Ceux qui considèrent la politique allemande expansionniste au regard de cette règle obtiennent ce résultat au prix de deux amendements : ils retiennent l'indice des prix à la consommation (proche d'un rythme de 2 %) et non le déflateur du PIB (inférieur de 1 point actuellement dans le cas allemand), et considèrent que le taux réel d'équilibre (constante de la formule), serait le taux moyen qui a prévalu au cours des dix dernières années, soit environ 3,8 %.

Mais si l'on se réfère, comme Taylor, à un taux réel d'équilibre voisin du taux de croissance tendanciel de l'économie (de l'ordre de 2,5 %) et au déflateur du PIB, la politique monétaire allemande n'est pas expansionniste à la fin 1997. L'application de la règle de Taylor donne en effet un taux d'intérêt  $i$  inférieur à 2 %, avec  $c = 2,5$  ;  $p = 0,5$  ;  $Y/Y^* = -1$ , soit un niveau inférieur aux taux courts actuels (3,3 %). On obtient au plus un taux comparable à ceux pratiqués à la fin de 1997, si, au lieu de se référer au déflateur, on opte pour le rythme d'inflation sous-jacent (prix à la consommation hors énergie et taxes indirectes) évalué par la Bundesbank à 1,5 %.

Concernant la crise asiatique, les craintes portent sur la remise en cause de l'évolution du dollar, et l'impact d'une dégradation de la compétitivité européenne vis-à-vis des pays d'Asie dont la monnaie se déprécie. Les prévisions européennes reposaient jusqu'à la fin de l'été sur un dollar voisin de 1,80 DM en 1998. Mais la diffusion de la crise asiatique aux places financières internationales à l'automne a rappelé le krach boursier de 1987, ou la crise mexicaine de 1995, et par analogie l'annonce d'une baisse significative de la monnaie américaine. Quatre effets étaient alors avancés : l'impact déstabilisant de l'émission de dollars engendrée par la mise en place des plans d'aide du FMI, la moindre dureté monétaire américaine destinée à stabiliser le Dow Jones (qui s'est concrétisée par le report du resserrement monétaire annoncé pour octobre par M. Greenspan), le risque de retrait des investisseurs asiatiques et notamment japonais du marché américain pour se renflouer, la perte de confiance en la devise américaine dans le sillage de la baisse de Wall Street. Les répercussions de la crise asiatique passent également par l'impact sur la parité effective de la dépréciation massive de certaines devises asiatiques. Par ailleurs, même à supposer que l'équilibre entre les grandes devises soit peu modifié, la composante taux d'intérêt réels des conditions monétaires européennes n'en sortirait pas indemne si la désinflation devait se renforcer au niveau de l'OCDE (par le truchement d'une baisse des prix de matières premières et des prix des biens exportés par la zone en crise).

Ces interrogations semblent trouver à la fin de 1997 une issue plutôt favorable pour l'Europe. La crise du marché des actions aux Etats-Unis a été dans un premier temps rapidement circonscrite et s'est soldée par

un simple rééquilibrage entre actions et obligations, débouchant sur une détente des taux longs. La crise des marchés émergents a conduit à un retour de capitaux sur les marchés développés, les risques de liquidation par les fonds de pension japonais de leurs actifs en dollars apparaissant improbables dans le contexte de rendement très faible prévalant au Japon. Le financement des plans d'aide du FMI pèse pour moitié sur le Japon et seulement pour un quart sur les Etats-Unis ou l'Europe. Enfin et surtout, la probabilité d'un scénario de convergence vers le haut des taux courts européens paraît très improbable (selon les déclarations du président de la Bundesbank). Les écarts de rendement anticipés revenant à leur niveau de l'été, le dollar a retrouvé dès lors la position qu'il avait avant la crise (voisin de 1,80 DM).

Sous réserve des effets de la crise asiatique sur les économies européennes, les perspectives de croissance de l'UE sont de 2,4 % pour 1997 et de 2,8 % en 1998 selon l'AIECE (2,6 % en 1997 et 2,8 % en 1998 pour la zone OCDE). Elles s'accompagnent d'anticipations d'évolutions toujours modérées des rythmes d'inflation (2,0 %), de la poursuite de la réduction des déficits publics, et du maintien d'excédents de la balance des paiements courants de l'ordre de 1,5 point de PIB. Mais cette croissance, vertueuse au regard des critères précédents, ne permettrait pas une baisse sensible du taux de chômage à l'échelle européenne, qui resterait supérieur à 10 % en 1998.

Ces perspectives, largement partagées au sein de l'AIECE, où l'opinion générale était que la crise financière asiatique ne remettrait pas en cause les perspectives de croissance européenne, peuvent être qualifiées de relativement prudentes. Une croissance de 2,8 % à l'horizon 1998, qui est du même ordre que celle enregistrée lors de la reprise de 1994, n'est pas particulièrement élevée après plusieurs années de croissance relativement médiocre (1,5 % de croissance moyenne de 1991 à 1996). Au cœur des interrogations de l'automne dernier se trouvait la reprise de la demande intérieure des « pays du centre » (Allemagne, France et Belgique), et notamment de l'investissement. Une absence de reprise de l'investissement validerait en effet l'hypothèse de freins structurels et non conjoncturels. Les indicateurs de conditions monétaires et budgétaires incitent à l'optimisme, et font pencher en faveur d'une amplification de la reprise européenne, d'autant qu'au regard des indicateurs récents d'activité il ne s'agit plus d'enclencher une dynamique mais de la préserver. Cela suppose bien sûr que la reprise européenne résiste à d'autres éléments que ceux de politique économique avancés ici (notamment une moindre croissance anglo-saxonne, ou un fort ralentissement des importations asiatiques). Mais le maintien d'un contexte monétaire porteur ne se réduit pas à un simple *statu quo* sur les taux d'intérêt nominaux. L'idée selon laquelle l'inflation ne pourrait pas durablement passer sous un seuil incompressible de 2 %, sous-estime vraisemblablement la probabilité d'un rythme sous-jacent plus faible. Et

si, contrairement au consensus actuel, le point bas du rythme de l'inflation n'est pas encore atteint, les autorités monétaires devront veiller à ce que les taux d'intérêt réels ne remontent pas, simplement du fait d'un ralentissement des prix. 1998 est certes une année de décisions importantes quant à la mise en place de l'euro, mais les banques centrales ont aussi la responsabilité d'affirmer la reprise en Europe en baissant les taux d'intérêt nominaux si nécessaire.

*Achévé de rédiger le 18 décembre 1997.*