

revue de Rexecode



**n° 67**  
2ème  
trimestre  
2000

**Editorial**

*Une belle phase d'expansion mondiale, qu'en ferons-nous*

**Perspectives de l'économie mondiale 2000-2001**

**Présentation générale des perspectives**

*L'Europe devant les Etats-Unis à la fin 2000*

**Perspectives économiques des principaux pays**

*Croissance générale en 2000-2001*

**Perspectives des finances publiques des grands pays**

*Le déficit public persiste en France*

**Rexecode**  
Centre de Recherches  
pour l'Expansion  
de l'Economie  
et le Développement  
des Entreprises

# revue de Rexecode

---

Le Comité d'Orientation des Etudes  
réunit des économistes des institutions associées à Rexecode  
afin d'orienter les programmes d'étude de Rexecode

Gérard Maarek	Chef du Département Etudes Economiques à la Caisse Nationale du Crédit Agricole
Vincent Romay	Directeur des Etudes et du développement à Paris-Bourses SA
Michel Didier	Directeur de Rexecode
Michel Gensollen	Chef du Service des Etudes Economiques à la Direction du Plan et de la Stratégie de France Telecom
Jean-Eudes Moncomble	Chef du Département Economie d'Electricité de France
Gérard de Lavernée	Directeur adjoint chargé des études économiques et de la conjoncture Mouvement des Entreprises de France
Alain Sanglerat	Chef du Service Economique de Gaz de France à la délégation à la stratégie et à la gestion
Henry Savajol	Directeur à la Direction des Etudes au Crédit d'Equipement des Petites et Moyennes Entreprises
Jean-Pierre Gondran	Secrétaire Général du Groupe des Fédérations Industrielles



---

Revue de Rexecode • Quatre numéros par an  
Editée par Rexervices 102, avenue des Champs-Élysées - 75008 Paris

Economistes : Michel Didier, Jean-Michel Boussebart, Bruno Cavalier,  
Hugues Chevalier, Anne Faivre, François Faure, Denis Ferrand,  
Delphine Meddé-Chazel, Michel Martinez, Christophe Pineau  
Edition, secrétariat : Martine Grangé ; **Graphiques** : Aïcha Brak, Dominique Dalle-Molle.

Copyright : Rexervices





# Sommaire

## *Editorial*

Une belle phase d'expansion mondiale, qu'en ferons-nous ? .....1

## **Perspectives de l'économie mondiale 2000-2001 .....3**

### **Présentation générale des perspectives .....3**

*Tous les pays émergents renouent avec la croissance .....5*

*Une croissance européenne soutenue et sans inflation .....7*

*Vers une croissance française un peu plus modérée en 2001 .....9*

*Marché de taux, marchés de change .....13*

*Bulle financière ou anticipation de croissance forte ? .....15*

### **Perspectives économiques des principaux pays .....19**

*Etats-Unis .....19*

*Japon .....20*

*Zone euro .....22*

*Allemagne .....23*

*France .....25*

*Royaume-Uni .....27*

*Italie .....28*

*Espagne .....30*

*Pays-Bas .....31*

*Belgique .....33*

### **Perspectives des finances publiques des grands pays .....35**

*Etats-Unis : vers la disparition de la dette publique en 2013 .....35*

*Japon : stabilisation du déficit qui ne stoppe pas la dynamique de la dette .....37*

*Allemagne : coupes dans les impôts et dans les dépenses publiques .....40*

*France : allègements d'impôt sans inflexion des dépenses .....41*

*Royaume-Uni : maintien d'un excédent budgétaire jusqu'en 2001 .....44*

*Italie : un taux d'endettement public qui reste préoccupant .....45*

*Espagne : sur la voie de l'excédent budgétaire en 2002 .....47*





# Editorial

## Une belle phase d'expansion mondiale, qu'en ferons-nous ?

*Michel Didier*

Les pays émergents sont sortis l'un après l'autre de la crise financière et l'expansion américaine s'est encore accélérée à la fin de l'année dernière. Le monde est dans une belle phase d'expansion économique à laquelle l'Europe, un moment hésitante, participe désormais. Le taux de croissance de l'économie mondiale devrait ainsi dépasser légèrement 4 % en 2000. A titre de comparaison, il avait atteint 4,6 % en 1988, lors de la dernière grande reprise de la fin des années quatre-vingt.

Les deux périodes de la fin des années quatre-vingt et de la fin des années quatre-vingt dix présentent certaines similitudes. La fin des années quatre-vingt avait au départ largement bénéficié de la forte baisse du prix du pétrole de 1986. L'expansion récente a bénéficié de la baisse des matières premières et du pétrole en 1997-1998. Au stade actuel, elle est un peu moins vigoureuse et n'a pas déclenché de tensions inflationnistes et la hausse des taux d'intérêt à long terme reste plus limitée.

L'économie française bénéficie largement de cet environnement très favorable. La croissance

devrait être supérieure à 3,5 % cette année et rester proche de 3 % l'année prochaine. La politique économique cherche à tirer parti de cette forte croissance en inversant le mouvement des prélèvements obligatoires dont le taux a atteint en 1999 un sommet historique.

Il s'avère difficile de prédire de façon précise ce que sera le besoin de financement des administrations publiques en 2000. L'information diffusée est très lacunaire et les prévisions officielles de finances publiques sont fréquemment modifiées.

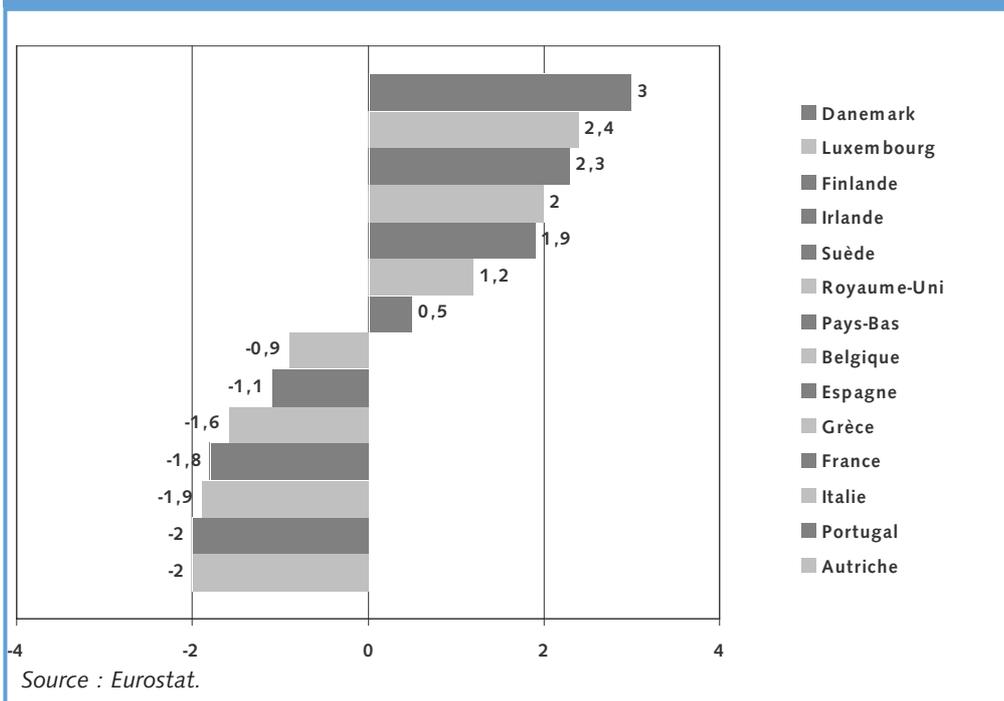
Deux faits paraissent aujourd'hui assurés. D'une part, le besoin de financement public français a représenté en 1999 1,8 % du PIB (chiffres définitifs), ce qui est l'un des plus mauvais résultats en Europe. Seuls l'Italie, le Portugal et l'Autriche ont des déficits un peu plus élevés et sept pays européens affichent des excédents. D'autre part, par rapport à cette situation peu favorable, les mesures annoncées ont, toutes choses égales par ailleurs, pour effet d'augmenter le déficit public. A très court terme, ces décisions auront un impact positif supplémentaire sur la crois-

sance économique. Mais cet effet s'inversera en 2001 et plus encore en 2002.

Un allègement des prélèvements obligatoires est certes souhaitable. Il devrait cependant s'inscrire dans une stratégie budgétaire plus explicite. Les mesures récentes posent désormais clairement l'alternative actuelle de la politique budgétaire française. Ou

bien poursuivre la réduction des déficits, mais il faut pour cela engager rapidement une politique de maîtrise plus rigoureuse et de réforme de la dépense publique. Ou bien renoncer au retour vers l'équilibre public avant l'inversion du cycle économique et prendre alors le risque d'avoir à décider des mesures d'assainissement un peu plus lointaines mais sans doute plus brutales. ■

Les besoins de financement des administrations publiques en 1999  
(% du PIB)



Quatre pays, dont la France, ont un besoin de financement public proche de 2 % du PIB en 1999. Sept pays européens affichent un excédent.



# Présentation générale des perspectives

Depuis nos dernières perspectives, le commerce mondial a bénéficié du très fort rebond des importations asiatiques. La croissance américaine s'est même accélérée fin 1999, atteignant un rythme tout à fait exceptionnel, proche de 6 % l'an. Nos prévisions pour l'année 2000 doivent être révisées en hausse non seulement pour les Etats-Unis mais aussi pour l'Union européenne. Nous retenons actuellement pour 2000 un taux de croissance du PIB mondial de 4,2 % et pour 2001 un taux de 3,7 %. Ces taux sont au-dessus de la tendance moyenne des vingt dernières années.

La forte croissance économique a contribué au rebond des prix du pétrole et des matières premières mais elle n'a pas au stade actuel déclenché de mécanismes d'inflation interne dans les pays développés. La thèse dominante reste que la poussée de hausse des prix à la consommation constatée actuellement est temporaire et s'annulera progressivement. Les Banques centrales s'engagent néanmoins dans un cycle de hausse des taux d'intérêt. En fait, le problème concerne principalement la Réserve Fédérale américaine, et c'est moins le risque d'inflation immédiate qui la préoccupe qu'un effet de

richesse incontrôlé dû à une hausse excessive des valeurs technologiques.

## **Risque d'emballlement conjoncturel ?**

Certaines évolutions récentes rappellent l'enchaînement de 1988-1990 : croissance forte, reprise de l'endettement, inflation de la valeur des actifs boursiers et immobiliers, hausse des taux d'intérêt. Si la Réserve Fédérale ne parvenait pas à maîtriser la hausse des cours des valeurs technologiques, la progression de la demande intérieure finirait par entraîner un véritable emballlement du cycle américain. Dans cette hypothèse, la croissance européenne pourrait atteindre 4% en 2000-2001. Le risque de tensions sur les prix mondiaux et sur les facteurs de production dans les pays industrialisés deviendrait alors réel. De nouvelles hausses des taux d'intérêt seraient nécessaires qui finiraient sans doute par casser le cycle de croissance.

## **Nous retenons une modération progressive de la croissance**

Nous avons fait dans ces perspectives l'hypothèse que le ralentis-

## Les chiffres clés de nos perspectives

	1999	2000	2001
<b>1 - Croissance du volume du PIB</b>			
Monde	3,2	4,2	3,7
Ensemble de la zone OCDE	2,7	3,5	2,6
dont : Etats-Unis	4,1	4,5	2,7
Japon	0,3	1,0	1,2
Union européenne	2,3	3,2	2,9
dont : Allemagne	1,4	2,7	2,9
France	2,7	3,7	3,1
Royaume-Uni	2,0	3,1	2,5
Italie	1,4	2,8	2,5
Espagne	3,7	3,9	3,3
Pays hors OCDE	3,9	5,2	5,1
<b>2 - Marchés mondiaux</b>			
Commerce mondial (en volume)	6,4	8,3	6,4
Importations de l'OCDE	7,4	8,0	5,9
Importations des pays hors OCDE	3,6	9,1	7,6
Prix du pétrole (\$/baril de Brent)*	17,8	25,6	19,5
Prix des matières premières** en \$	-10,8	7,0	2,2
"    "    "    en euro	-6,3	18,5	-1,8
<b>3 - Taux de change</b>			
1 \$ = ...euro	0,94	1,04	1,00
= ...DM***	1,84	2,03	1,96
= ...yens	114	112	115
= ...F.F.***	6,16	6,82	6,56
1 DM = ...yens***	62,0	55,0	58,8
1 £ = ...F.F.***	9,96	10,92	10,50
<b>4 - Taux d'intérêt à 3 mois</b>			
Etats-Unis	4,8	6,4	6,3
Japon	0,2	0,2	0,8
Zone Euro	3,0	3,8	4,0
<b>5 - Taux d'intérêt à 10 ans</b>			
Etats-Unis	5,6	6,6	6,4
Japon	1,7	1,8	2,0
Zone Euro	4,6	5,8	5,7

\* moyenne sur la période ; \*\* hors énergie ;

\*\*\* taux de change implicites à partir de 1999

sement des Etats-Unis et de la zone euro s'engagerait un peu plus tardivement que nous l'envisagions, mais qu'il s'engagerait effectivement dans le courant de l'année 2000. La croissance reviendrait à moins de 3 % l'an au quatrième trimestre 2000 aux Etats-Unis et au premier semestre 2001 en Europe. Le prix du pétrole pourrait alors retrouver en 2001 sa moyenne de la décennie passée (de l'ordre de 20 dollars). Dans un contexte de croissance un peu moins soutenue et de baisse du prix du pétrole, l'inflation décélérerait d'ici à la fin 2000 et les taux d'intérêt à long terme seraient à peu près stabilisés.

### L'Europe devant les Etats-Unis à la fin 2000 ?

En termes de moyenne annuelle, l'expansion de l'économie américaine serait de 4,5 % en 2000 et de 2,7% en 2001. Pour la zone euro, la croissance serait de 3,2 % en 2000 et 2,7 % en 2001 (après 2,1% en 1999). Le taux d'inflation (prix à la consommation) qui était récemment proche de 2 %, reviendrait rapidement à 1,5% écartant ainsi toute crainte de dérapage inflationniste. La croissance française serait au-dessus de la moyenne européenne en 2000 (3,7 %). Elle reviendrait pratiquement à la moyenne en 2001 (3,1 % pour la France, 3 % pour la zone euro).

### Tous les pays émergents renouent avec la croissance

Les zones émergentes sont sorties de la récession dans l'ordre où la crise financière les avaient touchées. L'activité a fortement rebondi en Asie au second semestre 1998, en Europe

de l'Est au premier semestre 1999, et en Amérique du sud au second semestre 1999. Le redémarrage des exportations a suivi rapidement. Sur l'horizon de nos perspectives, la croissance reviendrait dans l'ensemble des pays émergents. Mais tous les déséquilibres extérieurs ne sont pas encore résorbés, ce qui pourrait brider quelque peu la croissance de certaines économies (notamment l'Argentine, le Brésil et la Pologne).

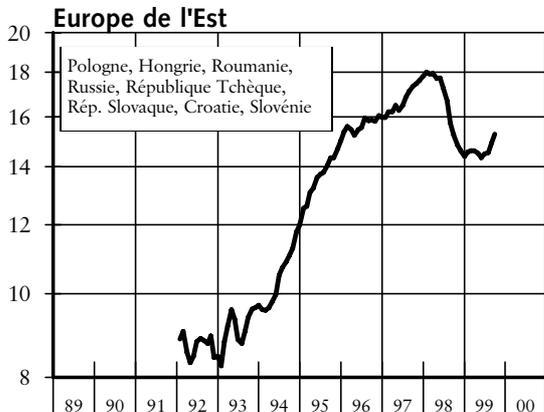
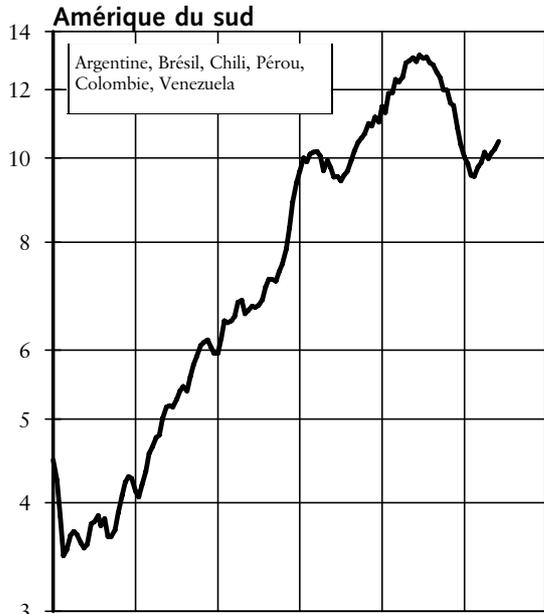
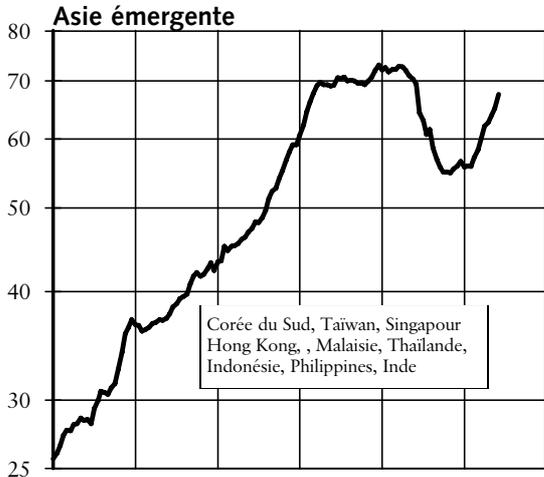
### Consolidation de la croissance asiatique à 6 % l'an

Soutenues par la forte demande des Etats-Unis et, dans le cas des pays ayant dévalué leur monnaie, par d'importants gains de compétitivité acquis sur les devises directrices (dollar, yen et euro), les exportations des pays asiatiques ont progressé depuis un an à un rythme élevé, leur niveau excédant même à la fin 1999 leur record antérieur de la mi-1997. La croissance dans la zone s'est accélérée (de 2,5 % à 6 % entre 1998 et 1999), sans provoquer de tensions inflationnistes. Les restructurations industrielles et financières engagées depuis deux ans ont néanmoins pesé sur les finances publiques, qui resteront déficitaires pendant encore quelques années.

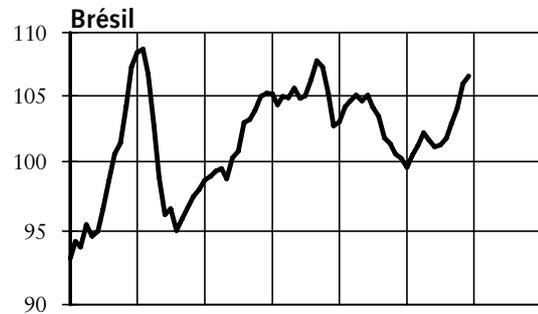
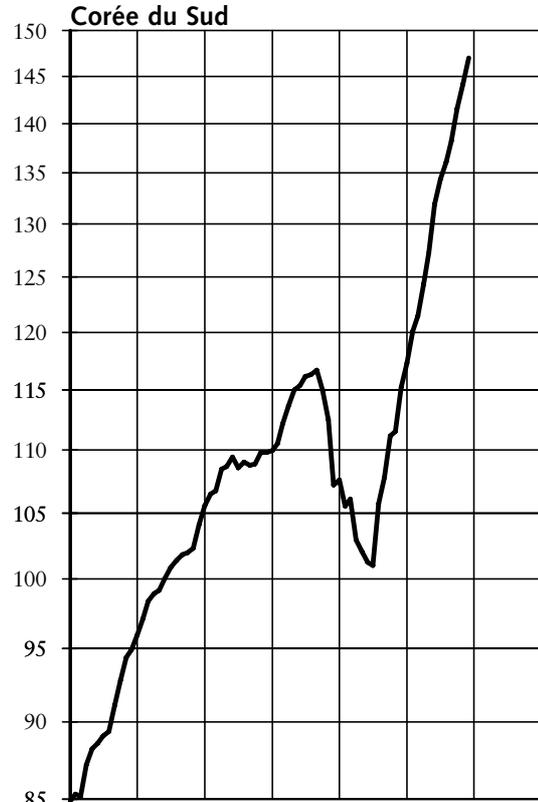
Les pays émergents se réinstallent dans la croissance

Perspectives des pays émergents (variations en %)			
	1999	2000	2001
<b>PIB (en volume)</b>			
Asie émergente	5,9	6,1	6,0
Amérique du sud	-1,5	3,3	3,7
Europe de l'Est	2,4	3,1	2,9
<b>Importations (en volume)</b>			
Asie émergente	9,9	10,4	8,4
Amérique du sud	-11,4	9,3	8,1
Europe de l'Est	-8,8	6,5	6,4
<b>Balance courante (en milliards \$)</b>			
Asie émergente	100,3	84,3	70,8
Amérique du sud	-36,6	-36,8	-43,5
Europe de l'Est	2,4	12,4	7,6

**Importations des pays émergents  
(milliards de \$ US - mm3)**



**Production industrielle  
(1995=100 - mm3)**



© REXECODE

Avec une croissance proche de 10 %, qui devrait un peu se modérer en 2000 et 2001, la Corée reste à la pointe du mouvement de reprise économique. Malgré l'appréciation du won et le dynamisme des importations qui effritent l'excédent commercial, la conjoncture reste florissante. Pour sa part, la Chine a rempli son objectif de croissance (7 %) et la baisse des prix est pratiquement enrayée, mais l'économie pâtit d'une demande intérieure très faible, sur fond de réformes structurelles difficiles. L'afflux des capitaux internationaux vers la Chine devrait se poursuivre, écartant à brève échéance tout risque de décrochage de la devise.

### L'Amérique du sud et la Russie sont sorties de la récession

En 1999, l'Amérique latine (hors Mexique) a connu sa première récession depuis 1990, mais ces derniers mois le redémarrage de l'activité a été vigoureux, notamment au Brésil et au Chili. La zone a globalement bénéficié de la remontée des prix des produits de base, notamment des métaux communs, et des prix du pétrole, ce qui a ramené sa balance commerciale à l'excédent. Les besoins de financement extérieur restent cependant élevés (environ 40 milliards de dollars), et l'incertitude est attisée par les retombées des restrictions monétaires opérées aux Etats-Unis au cours de l'année 2000.

La Russie a bénéficié en 1999 de facteurs exceptionnels : la bienveillance des investisseurs internationaux en matière de dette extérieure, et surtout la remontée des prix de l'énergie (phénomène qui devrait s'inverser en 2001). Sa demande intérieure reste faible et l'a-

tonie des exportations hors pétrole justifie la faiblesse du change et un ralentissement économique en 2001. Malgré des déséquilibres extérieurs, la croissance de l'Europe centrale devrait être plus vigoureuse.

## Une croissance européenne soutenue et sans inflation

En 1999, l'Union européenne a enregistré une croissance économique de 2,3 %, sa plus mauvaise performance depuis 1996. Toutefois, l'accélération de l'activité à partir du printemps dernier a été vive, notamment grâce à l'impulsion donnée par le commerce mondial. Actuellement, la croissance européenne progresserait sur une pente de 3,2 % l'an.

### L'environnement mondial a favorisé la reprise européenne

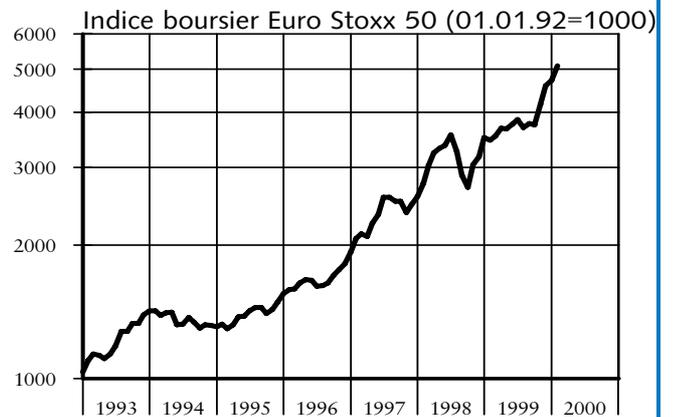
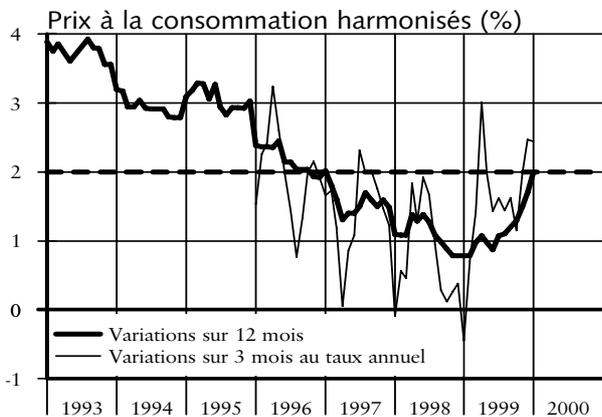
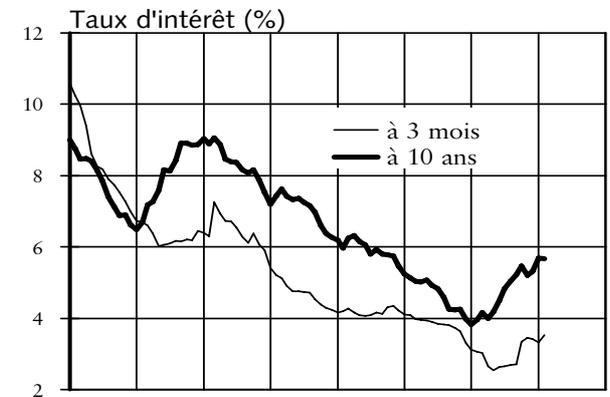
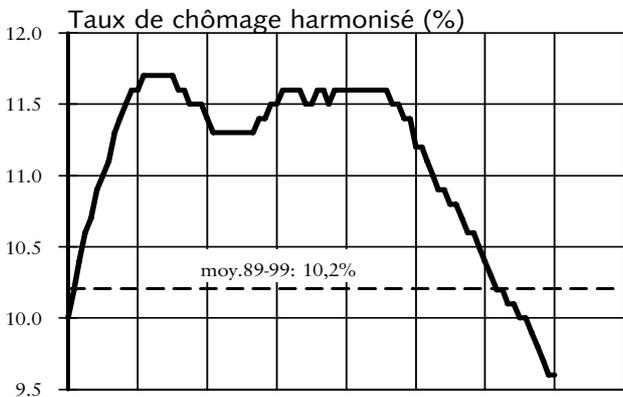
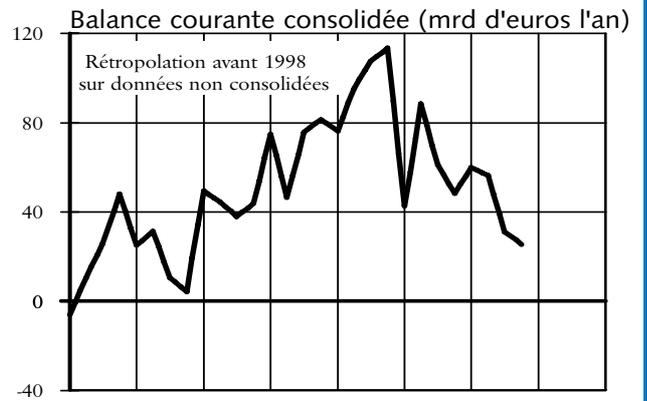
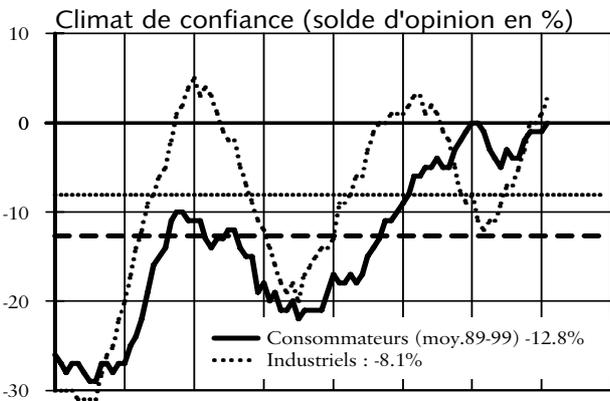
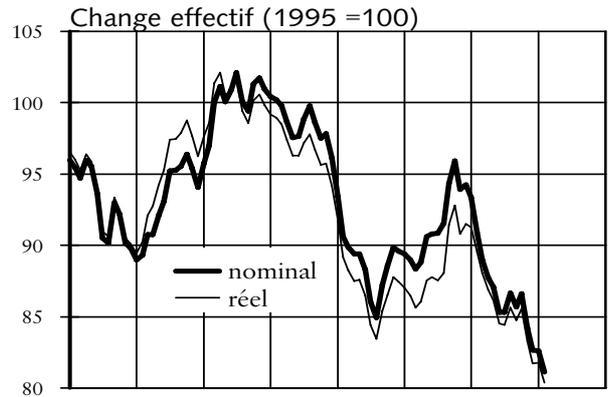
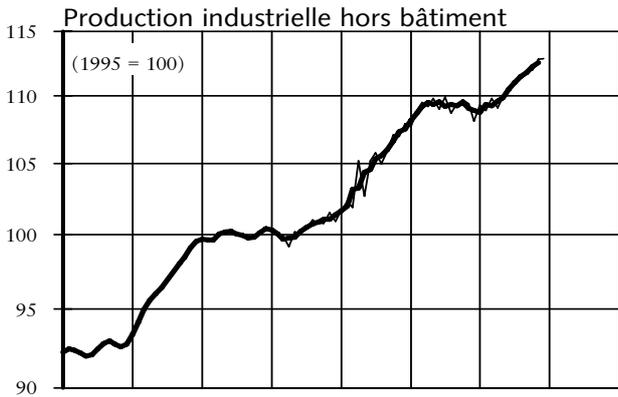
Le rebond des exportations est la source principale de l'accélération de la croissance européenne au cours de l'année 1999. Dans la zone euro, leur avance a été de 10,6 % l'an au second semestre 1999, au lieu de 2,1 % l'an au premier semestre. Ce dynamisme résulte en

La zone euro sur une ligne de croissance équilibrée proche de 3 % l'an

Perspectives de la zone euro* (taux de variations en %)			
	1999	2000	2001
PIB	2,1	3,2	2,9
Importations	5,5	7,3	6,1
Consommation privée	2,4	2,7	2,8
Investissement total	4,6	4,7	4,1
Exportations	3,6	7,7	6,2
Prix (consommation)	1,2	1,8	1,4

\* Calcul sur six pays (prix de 1995)

## Indicateurs de la zone euro



© REXECODE

large part de l'amélioration du commerce mondial, les Etats-Unis restant un moteur de la demande, l'Asie émergente accélérant fortement et l'Amérique latine sortant peu à peu de sa récession.

Le commerce extérieur a aussi profité de la baisse de l'euro contre le dollar et le yen. Mesurée par l'évolution du taux de change effectif, la dépréciation de l'euro ressort à près de 15 % au cours des dix-huit derniers mois. L'Europe bénéficie actuellement des meilleures conditions de compétitivité depuis plus de dix ans. Les exportations européennes progresseraient en 2000 et 2001 à un rythme légèrement supérieur à celui de la demande extérieure.

Les enquêtes auprès des industriels européens qui s'améliorent depuis près d'un an ont retrouvé leurs points hauts de la fin 1994 et du début 1998, laissant espérer une forte activité industrielle pendant encore quelques trimestres. A l'exception de l'Allemagne, une modération de l'activité dans le secteur de la construction est envisageable en 2001.

### **L'inflation des prix et des salaires reste maîtrisée**

La demande des ménages est soutenue, surtout en France, en Espagne et au Royaume-Uni, et devrait se consolider sur une pente à 2,8 % l'an en 2001. Dans la zone euro, le taux de chômage a connu une baisse vertigineuse en deux ans et demi pour ressortir à 9,6 % (plus bas niveau depuis 1992). Sauf au Royaume-Uni qui est en plein-emploi, il n'y a pas pour autant de dérive salariale inquiétante.

L'avance des prix à la consommation s'est accélérée en 1999 sous l'effet du renchérissement des prix du pétrole, effet qui, sauf tension nouvelle, est presque totalement absorbé. Sur un an, le plafond de hausse des prix de 2 % admis par la BCE est atteint. A cause de la volatilité actuelle du marché pétrolier et de la volonté d'enrayer la baisse de l'euro contre dollar, la BCE porterait son taux de refinancement jusqu'à 4 %, et la dérive des prix devrait par conséquent se modérer. Les taux d'intérêt à long terme pourraient de la sorte se détendre au cours de l'année 2001, laissant des taux réels d'environ 4 % en moyenne.

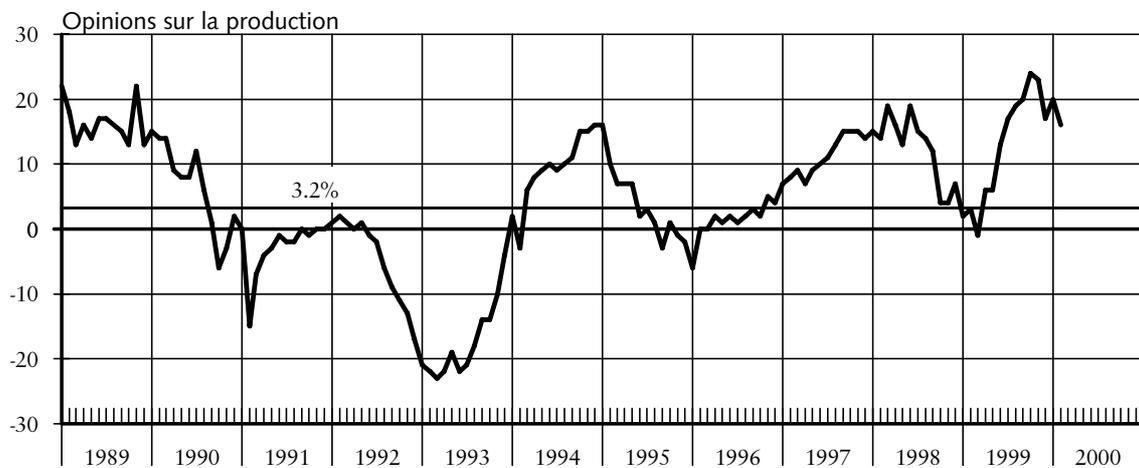
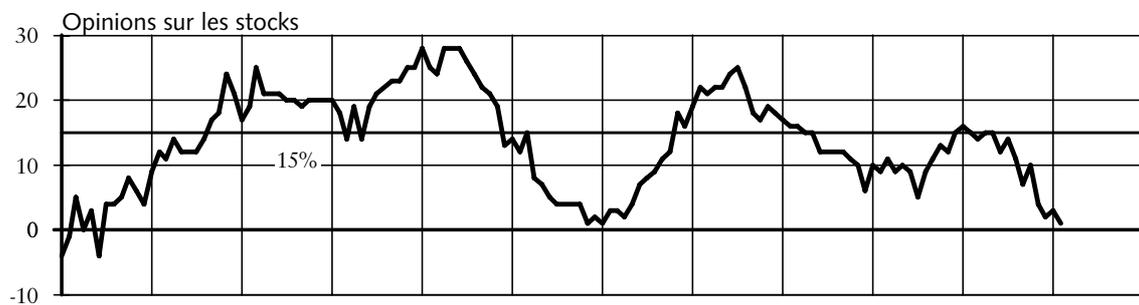
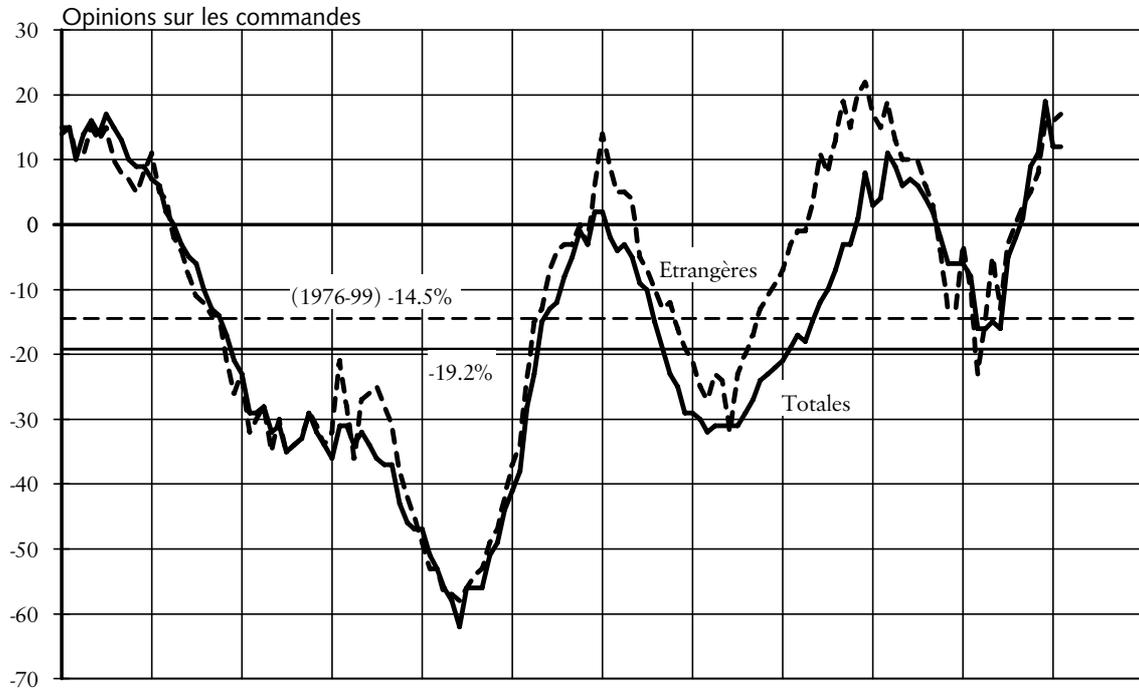
Au total, la stabilité monétaire dont bénéficient les membres de l'Union monétaire et les efforts budgétaires accomplis ces dernières années seraient des facteurs élevant quelque peu la croissance potentielle. Dans un contexte de ralentissement modéré de l'environnement extra-européen, le taux de croissance moyen de l'Union européenne s'élèverait à 3,2 % en 2000 et 2,9 % en 2001.

### **Vers une croissance française un peu plus modérée en 2001**

Le rebond de l'économie française s'est amorcé à la fin de l'année 1996 sous l'effet d'une forte demande mondiale et d'une très vive accélération des exportations. L'impulsion extérieure s'est ensuite transmise à la production et aux revenus distribués. La consommation a suivi les revenus et l'investissement productif a rebondi. L'investissement est désormais le principal moteur de la croissance française.

## Enquête dans l'industrie française

(solde des réponses en %)



Source : INSEE

© REXECODE

## La croissance a tenu bon en 1999

Après 10,6 % en 1997 (taux le plus élevé depuis 1972) et 6,9 % en 1998, le taux de croissance des exportations en volume a été pénalisé fin 1998-début 1999 par les crises des pays émergents. Au total il a été en moyenne annuelle de 3,6 % en 1999. En revanche, la demande intérieure totale (consommation et investissement) a retrouvé un rythme plus soutenu, mais sans accélération. Elle a augmenté de 0,9 % en 1997, puis de 3,9 % en 1998. Mais elle est revenue à 2,6 % en 1999, rythme proche de sa tendance actuelle. Au total, l'année 1999 se solde par une croissance moyenne de 2,7 %, inférieure à celle de 1998.

## Réaccélération conjoncturelle au deuxième semestre 1999

La moyenne de l'année 1999 masque un rebond très vigoureux à partir du printemps dernier, grâce à une impulsion forte mais temporaire des exportations et à la réaccélération de l'investissement, la croissance de la consommation se maintenant sur une tendance régulière (à un peu moins de 3 % l'an). Les dépenses de consommation des ménages ont en effet accompagné l'évolution des revenus mais elles n'ont pas été le moteur de la croissance. Pour un taux de croissance du revenu national réel (PIB en volume) de 2,0 % en 1997, de 3,4 % en 1998 et 2,7 % en 1999, la consommation des ménages a augmenté de 0,2 % en 1997, de 3,6 % en 1998 et 2,3 % en 1999. Pour 2000 et 2001, nous prolongeons le comportement de relative neutralité du comportement des ménages observé jusqu'ici.

Compte tenu de l'évolution du revenu disponible, la consommation privée resterait donc soutenue. Un point important pour l'avenir est le net redémarrage de l'investissement productif. Le volume de l'investissement productif a augmenté de 1,3% en 1997, puis de 7,3 % en 1998 et 7,4% en 1999. Il reste en deçà des rythmes qui avaient été observés il y a dix ans (9,5 % en 1988 puis 9 % en 1989), mais il a retrouvé un rythme d'expansion élevé. Nous n'envisageons pas dans le scénario de nos perspectives d'accélération de ce rythme en 2000 et 2001.

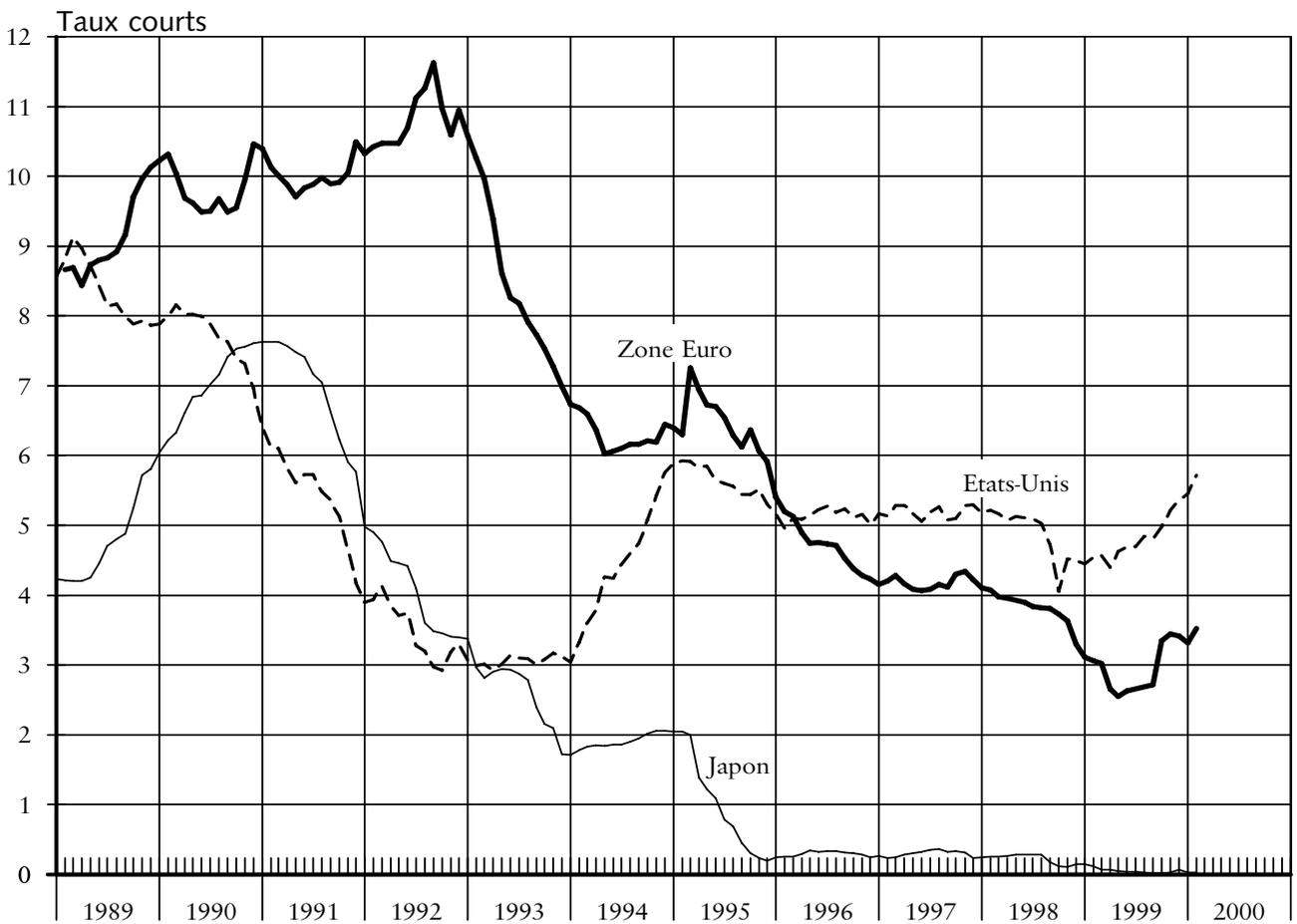
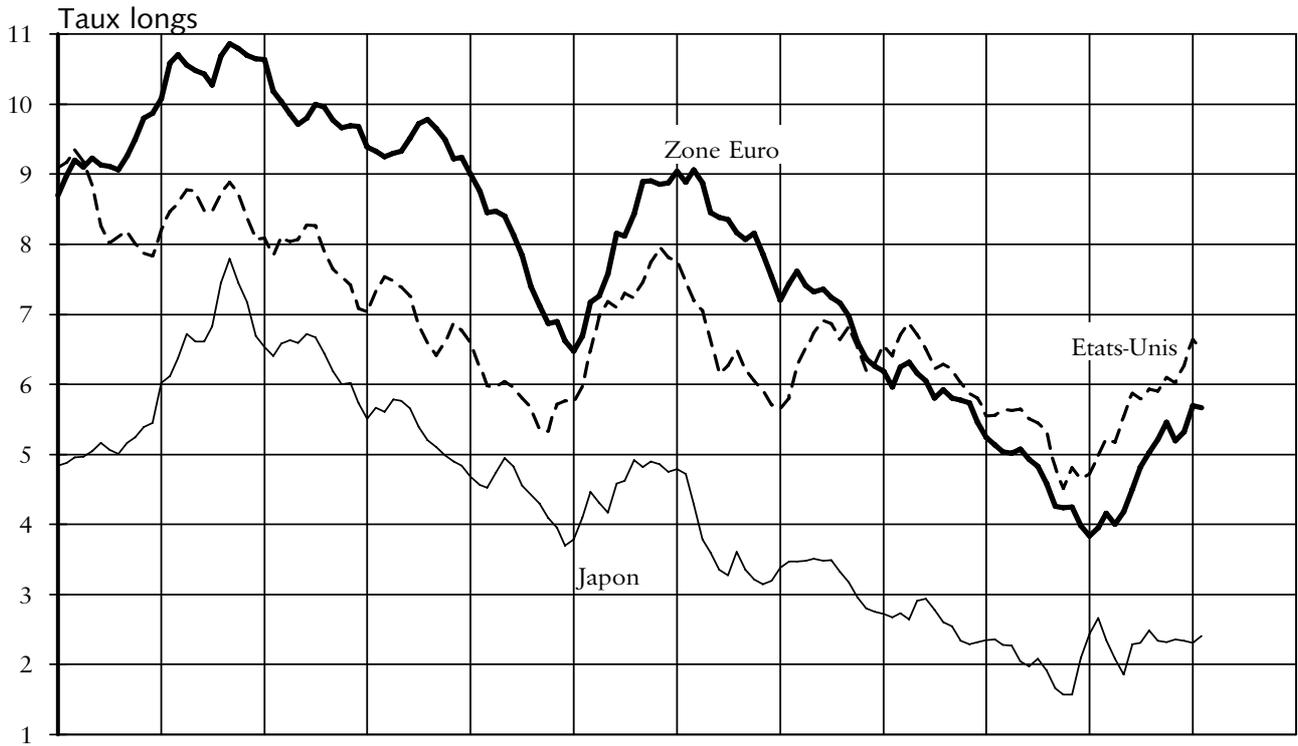
## Modération en perspective

Les enquêtes mensuelles auprès des industriels ont touché un point haut. Celui-ci reste un peu en deçà des rythmes observés lors de la précédente phase d'expansion des années 1988 et 1989. On rappellera que le taux de croissance de l'économie française avait atteint 4,2% en 1998 et 4,3 % en 1989. Les enquêtes mensuelles dans l'industrie de janvier et février 2000 suggèrent la poursuite de l'expansion à un rythme qui devrait se modérer progressivement. Les tendances actuelles laissent attendre une légère décélération ramenant la croissance française à 3 % l'an au début 2001 et 2,5 % l'an fin 2001. Dans ce contexte, le taux de chômage passerait au-dessous de 10 % d'ici l'automne 2000 et approcherait

L'économie française  
a retrouvé  
une croissance solide

Perspectives françaises (taux de variations en %)			
	1999	2000	2001
PIB	2,7	3,7	3,1
Importations	3,3	8,3	6,4
Consommation privée	2,3	3,4	3,3
Investissement total	7,0	5,9	4,8
Exportations	3,6	7,7	6,1

## Taux d'intérêt internes



© REXECODE

9 % fin 2001. Les mesures annoncées récemment par le gouvernement (allègements d'impôt et dépenses publiques supplémentaires) auront dans un premier temps un effet d'accélération de l'économie, dans un deuxième temps un effet de ralentissement de la croissance, l'effort de retour vers l'équilibre budgétaire devenant à la fois plus nécessaire et plus important. Nous retenons un effet positif sur la croissance de 0,2 % pour l'an 2000 et par le jeu des acquis, encore un effet positif sur la moyenne annuelle de 2001 de 0,1 %. Cependant, le ralentissement de l'économie serait plus net dans le courant de l'année 2001.

## Marché de taux, marchés de change

La remontée des taux d'intérêt à long terme amorcée à la fin de l'année 1998 marque une pause depuis le début de l'année 2000. Aux Etats-Unis, le taux d'intérêt des obligations d'Etat s'établit désormais à 6,5% (le même niveau qu'à la mi-1997) et dans la zone euro, le taux équivalent est de 5,7% (le même niveau qu'à la fin 1997). Ce mouvement de hausse apparaît comme une correction du mouvement de baisse excessive provoqué en 1998 par l'environnement déflationniste mondial et la crainte d'une extension aux pays développés de la crise financière des pays émergents.

Notre point de vue est que la tension enregistrée ces derniers mois ne devrait pas s'intensifier aussi fortement qu'en 1994, et qu'à partir du début de l'année 2001, les taux obligataires pourraient même refluer quelque peu.

## La détente des taux longs accompagnerait le ralentissement américain

Avec le maintien en 2000 d'une croissance très forte aux Etats-Unis (4,5%) et forte en Europe (3,2%), les marchés de taux pourraient se tendre encore un peu durant l'année en cours. Cependant, il n'y aurait pas de dérive significative des prix à la consommation. Les légères pressions inflationnistes accompagnant la bonne tenue conjoncturelle seraient contrôlées au prix d'un durcissement monétaire, plus fort aux Etats-Unis qu'en Europe.

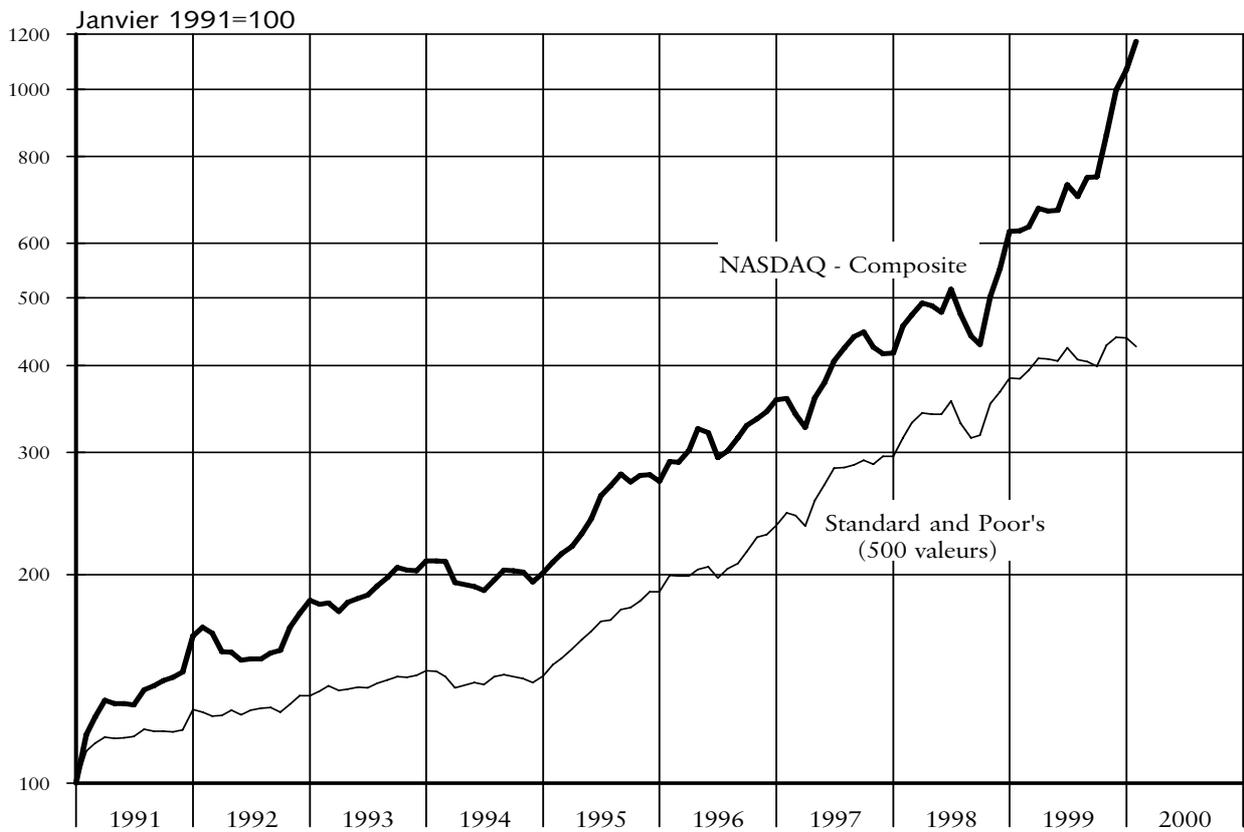
Le mouvement de hausse des taux directs est déjà engagé. Nous envisageons sur le reste de l'année 2000 une montée supplémentaire du taux des fonds fédéraux de 100 points de base. Dans ce contexte, les marchés prendraient conscience que le ralentissement américain est engagé sans heurts, et la Réserve fédérale assouplirait sa politique monétaire en 2001. Dans l'Union monétaire, la Banque Centrale Européenne porterait son taux de refinancement à 4% pour éliminer l'orientation accommodante actuelle.

La nette remontée des taux courts devrait s'accompagner d'une stabilité des taux d'intérêt longs

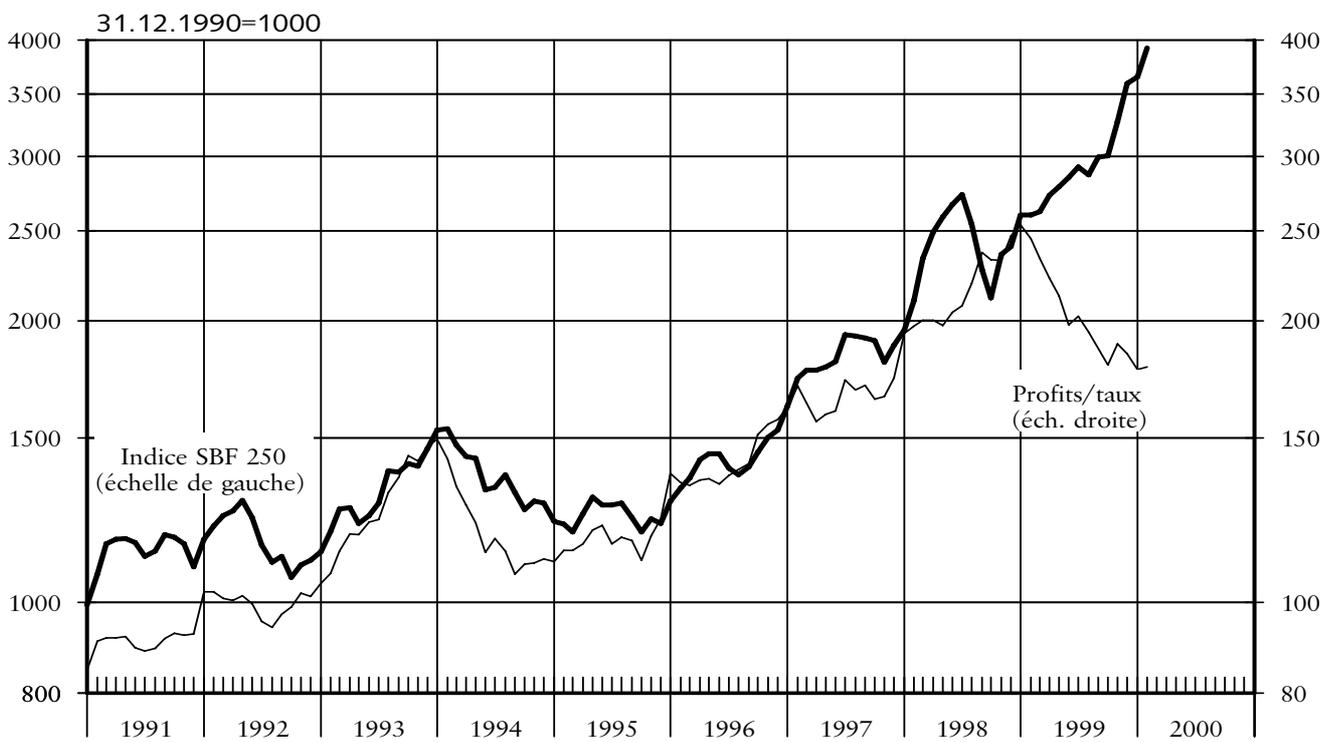
### Perspectives des taux et des changes

	1999	2000	2001
<b>Taux longs (10 ans) en %</b>			
Etats-Unis	5,6	6,6	6,4
Japon	1,7	1,8	2,0
Zone euro	4,6	5,8	5,7
<b>Taux courts (3 mois) en %</b>			
Etats-Unis	4,8	6,4	6,3
Japon	0,2	0,2	0,8
Zone euro	3,0	3,8	4,0
<b>Taux de change</b>			
1 euro = ... \$	1,07	0,96	1,00
1 \$ = ... yens	114	112	115
1 £ = ... \$	1,62	1,60	1,60

## Etats-Unis



## France



© REXECODE

## **Le dollar peut rester ferme jusqu'en 2001**

Au taux de change courant, le niveau de l'euro contre dollar se traduit désormais par une infériorité d'environ 10% des coûts salariaux de l'industrie européenne vis-à-vis de l'industrie américaine ; le même constat vaut d'ailleurs pour les prix à la consommation. Comme la productivité paraît supérieure aux Etats-Unis qu'en Europe, la fermeté actuelle du dollar ne paraît pas injustifiée, d'autant que la devise américaine bénéficie d'un écart de rémunération positif et d'un surcroît de croissance par rapport à l'Europe et que le déficit extérieur croissant des Etats-Unis est « surfinancé » par des entrées de capitaux étrangers.

Notre prévision centrale est une baisse modeste de la devise américaine en 2001 qui rétablirait en moyenne la parité entre l'euro et le dollar. De son côté, la devise japonaise qui s'est fortement appréciée en 1999 sous l'effet de déplacements de capitaux vers le Japon, mais dans un conjoncture économique encore poussive, reviendrait au second semestre 2000 à un niveau moins pénalisant pour l'industrie japonaise. Dans une conjoncture britannique donnant des signes de dérapage des salaires, la Banque d'Angleterre élèverait son taux de base en 2000, garantissant la fermeté de la livre contre le dollar.

## **Bulle financière ou anticipation de croissance forte ?**

Les politiques monétaires se trouvent actuellement dans une situation relativement inédite. Un

cycle de hausse des taux d'intérêt est engagé aux Etats-Unis, mais dans un contexte peu inflationniste il lui manque les repères habituels. L'Europe amorce aussi plus timidement un mouvement de hausse des taux d'intérêt dans une période de hausse boursière atypique. Une remise en ordre de la hiérarchie des secteurs et une correction globale des marchés financiers peuvent survenir à tout moment. Elles ne resteraient pas sans conséquences pour la croissance.

## **La politique monétaire américaine sans ses repères habituels**

Depuis le premier resserrement monétaire de la Fed en juin dernier, le revenu disponible des ménages est sur une tendance annuelle de l'ordre de 6 %, l'indice Wilshire 5000 (le plus large des indices boursiers américains) sur une tendance de l'ordre de 15 % l'an. L'équation de la Fed tient dans ces deux chiffres. Alan Greenspan manie avec une extrême habileté le verbe et l'action. D'un côté il se fait rassurant en observant que ni les prix à la consommation ni les coûts unitaires de main-d'œuvre ne dérapent grâce aux gains de productivité du travail. De l'autre il ajoute aussitôt que les gains de productivité nourrissent aussi les anticipations de profits, les anticipations de profits les hausses boursières, et que ces hausses « créent du pouvoir d'achat face auquel il n'y a pas de production de biens et de services supplémentaires ».

L'objectif de la Fed est donc de tarir le flux des plus-values boursières afin d'enrayer l'effet de richesse, mais les hausses sont concentrées sur les valeurs technolo-

## Balances commerciales



© REXECODE

giques. Comment réaliser une frappe aussi ciblée avec l'instrument des taux d'intérêt ?

### **Un marché financier dual**

La dispersion des variations des cours entre les secteurs économiques témoigne de changements importants dans l'évolution des structures industrielles, mais aussi peut-être d'effets de reports excessifs. Les valeurs technologiques au sens large inscrites au Nasdaq (computers, télécommunications et biotechnologies) représentent désormais un peu plus de 70 % de la capitalisation boursière du Nasdaq (au total de l'ordre de 5500 milliards de dollars), soit environ un cinquième de la capitalisation boursière américaine. Ces valeurs ont connu une hausse exceptionnelle alors que les valeurs traditionnelles du SP 500 plafonnent ou reculent. La coïncidence de corrections sur la nouvelle économie et de l'effet des taux d'intérêt sur l'économie traditionnelle peut conduire à un ajustement boursier brutal.

### **Des cours difficilement explicables par les fondamentaux**

Globalement, le fossé entre le niveau moyen des cours boursiers et les niveaux théoriques qui résulteraient des profits constatés et des taux d'intérêt ne cesse de s'élargir (cf. graphique pour la France). Une consolidation du marché semble inévitable. La façon dont elle s'opérera dépendra du contexte économique général et aussi d'impondérables. Nous ne mettons pas en cause

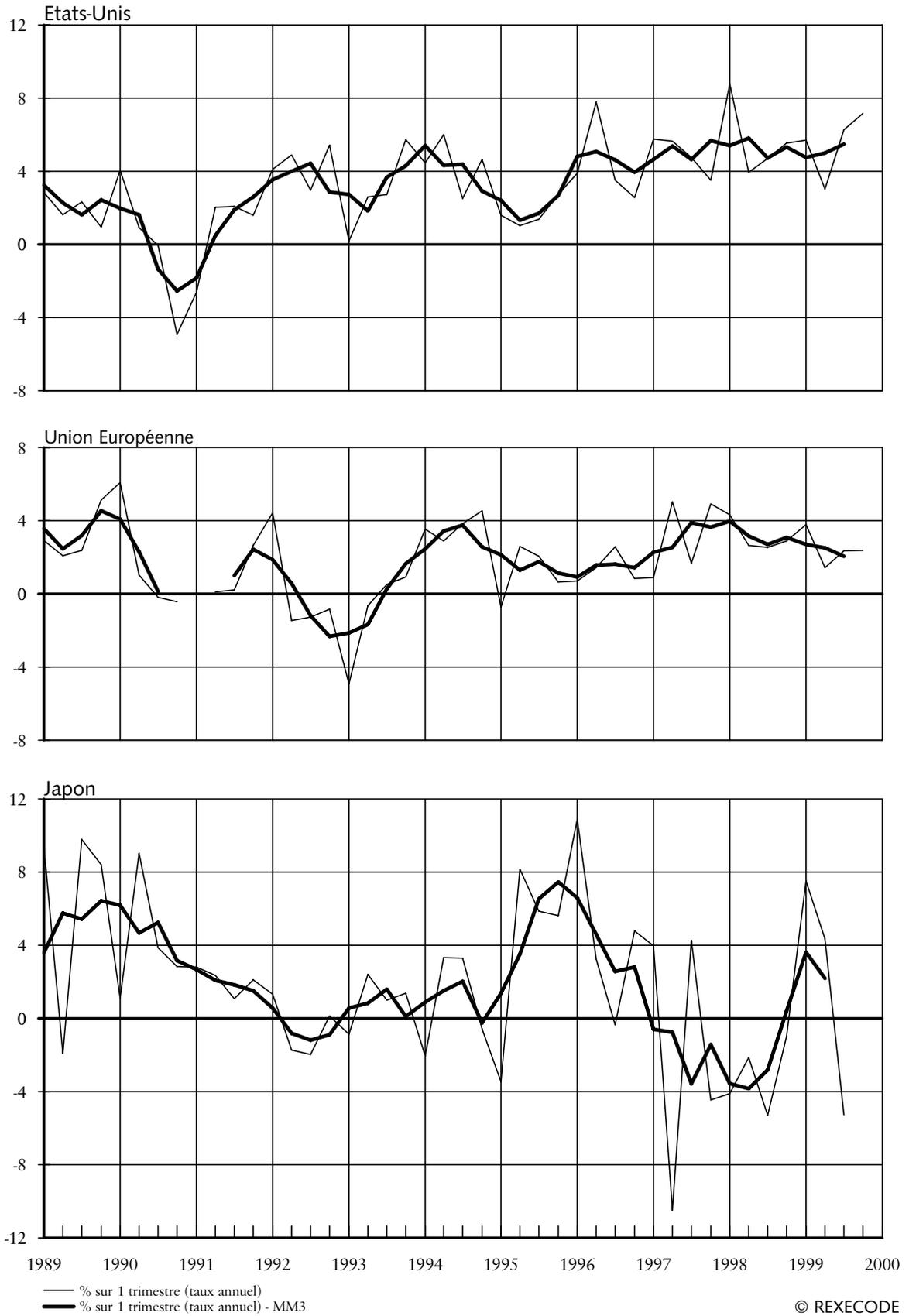
ici l'idée que les nouvelles technologies ouvrent de nouvelles perspectives de productivité et de croissance, mais le fait que certains excès devront être corrigés afin précisément d'autoriser une croissance plus durable. Nos perspectives de croissance maintenue et de taux d'intérêt stables sont plutôt favorables à la bourse. Mais la conjonction d'un cycle de hausse des taux d'intérêt, d'anticipations exagérément optimistes et d'une concurrence exacerbée entre les différents offreurs de capitaux peut conduire à une véritable impasse. Si elle se produisait brutalement, une correction boursière entraînerait notamment aux Etats-Unis un retournement de la demande privée de la consommation et de la croissance économique.

### **La menace des déséquilibres financiers mondiaux**

Les flux financiers mondiaux restent très déséquilibrés et nos perspectives n'amorcent pas encore de redressement significatif. Le déficit des paiements courants américains dépasse désormais 400 milliards de dollars. La forte croissance américaine est financée par des excédents du même ordre de grandeur de trois zones, l'Europe, l'Asie émergente et le Japon. Jusqu'à quand un tel déséquilibre peut-il perdurer ?

L'économie japonaise laisse notamment planer une menace sur les perspectives de l'économie mondiale. Le Japon accumule à la fois des excédents extérieurs et un déficit public croissant et insoutenable. Un rééquilibrage devra s'opérer. ■

## Croissance du volume de la demande interne stocks compris





# Perspectives économiques des principaux pays

Cette partie présente les perspectives économiques détaillées des Etats-Unis, du Japon, de la zone euro et des sept grands pays européens.

## Etats-Unis

Cela fait désormais cent-huit mois que l'économie américaine a renoué avec la croissance. Le record antérieur de 106 mois enregistré entre février 1961 et décembre 1969 est battu et tout donne à penser qu'il sera de plus en plus enfoncé. En effet, le rythme sur lequel s'avance actuellement l'économie ne mollit pas, il reste élevé sans que l'inflation menace. Mais les déséquilibres financiers internes et externes continuent de s'accroître tandis que les valeurs boursières, particulièrement dans les secteurs des nouvelles technologies, apparaissent de plus en plus surévaluées.

Au quatrième trimestre 1999, le volume du PIB s'est accru au rythme annualisé de 6,9 %. Des facteurs exceptionnels expliquent cette performance, notamment l'accélération du processus de stockage et le boom des dépenses publiques. Ces facteurs ne doivent pas occulter le fait que la demande des ménages

reste très ferme. Celle-ci, en tout début d'exercice 2000, paraît même avoir encore accéléré (boom des ventes de voitures, remontée des mises en chantier de logements). Aussi les entreprises, pour répondre simultanément à une demande d'exportation également en accélération, ont-elles de nouveau accentué leur effort d'investissement, ce dont témoigne l'envolée des commandes de biens durables.

Le ralentissement américain  
interviendrait  
au deuxième semestre 2000

Etats-Unis				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	4,3	4,1	4,5	2,7
Demande interne stocks compris	5,5	5,1	5,0	2,7
Demande interne hors stocks	5,4	5,5	4,9	2,8
Consommation privée	4,9	5,3	4,9	2,8
Dépenses publiques	1,7	3,7	3,4	2,6
FBCF totale	11,9	8,1	6,3	3,4
logement	9,2	7,4	-0,2	-3,4
productif	12,7	8,3	8,3	5,3
Exportations de biens et services	2,2	3,6	7,7	7,0
Importations de biens et services	11,6	11,8	10,3	5,7
Prix de détail	1,6	2,2	2,6	2,3
Gains horaires*	4,1	3,7	3,8	3,8
Coût salarial horaire*	5,2	4,8	4,9	5,0
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en %	4,5	4,2	4,1	4,6
Balance courante en mrd \$	-221	-334	-420	-407
Balance courante en % du PIB	-2,5	-3,6	-4,3	-3,9
Bons du Trésor à 3 mois	4,9	4,8	6,3	6,3
Obligations d'Etat à 10 ans	5,3	5,6	6,6	6,4
1 \$ = ...euro	0,89	0,94	1,04	1,00
1 \$ = ...yens	131	114	112	115
1 £ = ...\$	1,66	1,62	1,60	1,60

\*secteur privé non agricole

Simultanément, l'inflation reste sous contrôle. Certes, en raison du renchérissement des prix des produits pétroliers, la hausse des prix à la consommation s'est accélérée pour ressortir à 2,7 % sur les douze derniers mois connus en janvier. Mais hors énergie et produits alimentaires, la hausse des prix est plus faible, elle ne dépasse pas 2 % l'an et tend plutôt encore à se ralentir. Il est vrai d'une part qu'en dépit d'un marché du travail tendu, la hausse des salaires ne s'accélère pas, ressortant à 3,6 % sur les douze derniers mois connus en février, et d'autre part que la productivité apparente de la main-d'œuvre continue à s'accélérer.

Les données profondes de la conjoncture ne changent pas, l'équation à résoudre par M. Greenspan se fait de plus en plus complexe dans la mesure où les relèvements opérés des fonds fédéraux depuis la fin juin dernier (100 points de base), n'ont pas encore réussi à tempérer la demande intérieure. Or, celle-ci pousse le PIB sur un trend non soutenable. Les effectifs disponibles pour le travail augmentent en effet au rythme de 1,2 % l'an. Une croissance au rythme de 4 % l'an (moyenne de ces quatre dernières années et *a fortiori* de 6 % l'an comme au deuxième semestre 1999) n'est soutenable que si la productivité apparente de la main-d'œuvre s'accélère tendanciellement au rythme de 2,8 % l'an. Il faut en effet éviter une accentuation des tensions sur le marché du travail qui, avec un taux de chômage à 4,2 %, se trouve en suremploi. Or, en moyenne sur ces vingt-cinq dernières années, la productivité par tête s'est accrue de 1,3 % l'an et sur ces huit dernières de 1,8 % l'an.

Il faut donc poursuivre le durcissement de la politique monétaire pour d'une part réduire la profitabilité du capital productif afin de modérer l'investissement et d'autre part tempérer l'ardeur à prêter des banques. A cet égard, le processus de hausse des taux courts devra être poussé assez loin. Il s'avère en effet que la profitabilité du capital demeure encore nettement positive. D'abord, la diffusion des nouvelles technologies réduit le coût en capital de la croissance. Ensuite, il apparaît que la courbe de taux s'aplatit, elle s'est même inversée dans sa partie longue, en raison d'une raréfaction des émissions du Trésor liée à la disparition du déficit public et à la baisse de la dette publique. Nous parions donc sur une montée des fonds fédéraux de 100 points de base d'ici l'automne, en plusieurs touches successives, maintenant la pression sur les taux longs et conduisant au ralentissement en douceur de l'économie. Le pari est audacieux, la hausse pouvant provoquer des accidents, l'économie naviguant sur le fil du rasoir.

## Japon

Les comptes du quatrième trimestre 1999 ont confirmé que l'économie japonaise est retombée en déflation au deuxième semestre : le volume du PIB a reculé de 5,5 % l'an après une baisse de 3,9 % l'an au troisième trimestre ; les prix du PIB se sont repliés de 1,8 % l'an comme au trimestre précédent. Au final, la croissance pour 1999 ressort modestement positive à 0,3 %.

Selon un scénario désormais classique depuis 1992 lorsqu'un

plan de relance cesse d'agir (il s'agit ici du plan adopté fin 1998), la rechute du deuxième semestre 1999 est due à la forte baisse de la FBCF collective et, dans une moindre mesure, de la FBCF logement. A cela se sont ajoutées au dernier trimestre l'accentuation de la contraction de la consommation des ménages d'une part et la contribution extérieure négative d'autre part, résultant de la montée du yen qui a pesé sur la compétitivité des exportations. Entre mai et décembre 1999, le change effectif du yen s'est apprécié de 19 % en termes nominaux et de 17,7 % en termes réels. Les comptes du dernier trimestre ont cependant révélé une forte progression de l'investissement privé productif, de près de 20 % l'an, qui s'explique en partie par les dernières dépenses des entreprises en matériel et services informatiques pour le passage à l'an 2000. Cet aléa devrait se corriger au premier trimestre 2000.

Pour 2000 et 2001, nous retenons un profil de croissance moyen de 1 %. Si le Japon parvient à maintenir une croissance positive, celle-ci reste néanmoins poussive et tributaire de la demande publique. En l'absence d'un nouveau plan de relance pour 2001, le déficit public serait stabilisé autour de 9 % du PIB. Au premier semestre 2000, comme l'an passé, la croissance procèdera donc sans doute de fortes hausses de la FBCF publique compte tenu du collectif budgétaire adopté à la fin 1999. En revanche, contrairement à 1999, l'activité au deuxième semestre serait soutenue par un plus grand dynamisme du secteur privé.

Une hypothèse centrale de notre scénario pour 2000 et 2001 est en

effet la reprise progressive de l'investissement productif, son poids dans le PIB se stabilisant légèrement en dessous de 16 % (il était de 21 % en 1991). Cette reprise pourrait être majoritairement le fait d'entreprises des secteurs de croissance (technologies de l'information et de l'environnement, biotechnologie). Dans le budget relatif à l'exercice 2000, les crédits relatifs à ces « projets du millénaire » sont en hausse de 6,8 % par rapport à l'exercice précédent, s'ajoutant aux subventions déjà contenues dans le collectif de décembre. Par ailleurs, les PME, qui souffrent le plus de la contraction du crédit, vont continuer de bénéficier d'aides au financement.

Dans les faits, le retour aux profits des entreprises japonaises en 1999, ainsi que la reprise sensible des commandes à l'industrie mécanique à partir de leur point bas d'avril 1999 favorisent cette hypothèse d'un retournement à la hausse de la

**Le Japon peine à sortir de la stagnation**

Japon				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	-2,5	0,3	1,0	1,2
Demande interne stocks compris	-3,2	0,7	1,0	1,1
Demande interne hors stocks	-2,6	0,6	1,0	1,1
Consommation privée	-0,6	1,2	0,1	1,8
Consommation publique	1,5	1,3	0,9	0,6
FBCF totale	-7,5	-0,7	3,0	0,0
logement	-14,6	1,1	0,3	0,5
productif privé	-7,5	-5,8	1,5	2,8
publique	-3,5	9,3	7,1	-5,3
Exportations de biens et services	-2,5	1,8	4,6	4,4
Importations de biens et services	-7,6	5,1	5,0	4,1
Prix de détail	0,6	-0,3	-0,1	0,9
Gains mensuels (ens. de l'économie)	-0,9	-4,2	-1,4	1,1
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en %	4,1	4,7	4,6	4,4
Balance courante en mrd \$ (taux annuel)	121	107	111	120
Balance courante en % du PIB	3,2	2,5	2,5	2,7
Euro-yen à 3 mois	0,5	0,2	0,2	0,8
Obligations d'Etat à 10 ans	1,3	1,7	1,8	2,0
1 euro = ... yen	146	121	108	115

FBCF productive. Dans l'enquête du Tankan de décembre, les perspectives d'investissement pour la fin de l'exercice fiscal 1999 étaient encore déprimées, mais en amélioration constante sur l'année.

L'arrêt du recul des salaires à partir de la mi-2000 devrait un peu desserrer la contrainte budgétaire des ménages. Dans la mesure où le taux d'épargne continuera de diminuer à l'horizon 2001 pour pallier la faible progression du pouvoir d'achat, la consommation augmenterait en moyenne annuelle de 1,8 %. En outre, l'investissement résidentiel pourrait fortement progresser avant l'expiration d'un crédit d'impôt temporaire fin 2000.

Au plan extérieur, un dollar à 115 yens pourrait ramener les exportations sur une tendance de 5 % l'an, sans pour autant que le Japon ne commence à regagner des parts de marché.

## Zone euro

La croissance économique a vivement accéléré dans la zone euro sous l'impulsion notable du commerce extérieur. La contribution à la croissance annuelle des échanges extérieurs nets qui était négative d'environ un point de PIB au second semestre 1998 et au premier semestre 1999 est redevenue positive en fin d'exercice. Nos estimations des comptes trimestriels de l'Union monétaire font ainsi apparaître une hausse du PIB en volume d'environ 3,5 % l'an à la fin 1999 (contre 1,8 % l'an au premier semestre 1999), soit un rythme inégalé depuis la mi-1997.

La reprise de l'activité industrielle est due en majeure partie à une amélioration de l'environnement extra-européen. Les Etats-Unis restent en effet un moteur puissant de la demande mondiale, tandis que les importations des zones émergentes se sont vigoureusement redressées, surtout en Asie. En moyenne annuelle, les exportations européennes s'inscrivent certes en deçà de la demande potentielle, mais leur accélération a été très vive au cours de l'exercice (de 2,1 % l'an au premier semestre 1999 à 10,6 % l'an au second).

En outre, l'évolution du change de la devise européenne est perçue favorablement par les industriels européens, dont les opinions sur les carnets de commandes, notamment étrangers, ne cessent de s'améliorer au point de retrouver leurs plus hauts antérieurs de la fin 1994 ou du début 1998. L'affaiblissement du change de l'euro contre les autres devises directrices (dollar, yen, sterling) dure maintenant depuis près de dix-huit mois et s'est récemment

Une croissance européenne solide et sans dérive inflationniste

Zone euro				
Calcul sur six pays, 92% de la zone	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	2,5	2,1	3,2	2,9
Demande interne stocks compris	3,2	2,7	3,0	2,8
Demande interne hors stocks	2,7	2,6	2,8	2,8
Consommation privée	2,8	2,4	2,7	2,8
Consommation publique	1,2	1,3	1,0	1,3
FBCF totale	4,0	4,6	4,7	4,1
Exportations de biens et services	5,4	3,6	7,7	6,2
Importations de biens et services	8,1	5,5	7,3	6,1
Prix à la consommation harmonisés	1,2	1,2	1,8	1,4
Moyenne sur la période				
Taux de chômage en %	11,4	10,6	10,0	9,3
Balance courante				
- en mrd\$ d'euro	79,9	47,4	57,8	56,9
- en mrd\$	89,9	51,1	55,6	56,9
- en % du PIB	1,9	1,4	0,8	1,0
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	3,9	3,0	3,8	4,0
Emprunt d'Etat à 10 ans	4,7	4,6	5,8	5,7
1 euro = ... \$	1,12	1,07	0,96	1,00
1 euro = ... yen	147	121	107	115
1 euro = ... £	0,68	0,66	0,60	0,63

accru, de sorte que le change effectif de l'euro s'est déprécié de près de 15% depuis l'automne 1998. Au taux de change courant, les coûts salariaux dans l'industrie européenne sont inférieurs de 10% à ceux de l'industrie américaine, situation qui ne s'était produite depuis 1987.

Etant donné le surcroît de croissance des Etats-Unis sur l'Europe, au moins jusqu'à la fin de l'année 2000, et la rémunération plus élevée de la devise américaine, le dollar ne devrait que modérément fléchir, rétablissant en moyenne la parité avec l'euro en 2001. Malgré le ralentissement de la demande américaine, partiellement compensé par celle, plus vigoureuse, des zones émergentes, les exportateurs européens devraient encore bénéficier de conditions favorables leur permettant d'enregistrer des performances dépassant légèrement le rythme de la demande extérieure en 2000 et 2001. Au plan interne, la situation actuelle est bonne, plus particulièrement en France, en Espagne et au Benelux. Sur l'horizon de prévision, la reprise de l'emploi en Allemagne, amorcée avec un peu de retard sur le reste de l'Union monétaire, permettrait de stabiliser la consommation des ménages européens sur une pente de 2,8 % l'an. Il n'y aurait donc pas de tension domestique sur les prix, pas plus que sur les salaires.

Quant aux tensions d'origine externe, que représentent la volatilité sur le marché pétrolier d'une part et l'impact inflationniste de la baisse de l'euro d'autre part, elles devraient progressivement se modérer. Pour soutenir la devise européenne et garantir la stabilité des prix à moyen terme, la BCE

poursuivrait en effet le durcissement monétaire jusqu'à la fin 2000, ce qui prolongerait un peu la tension sur les taux longs et amorcerait un ralentissement de l'investissement. Une modération de l'activité dans le secteur de la construction interviendrait en France et en Espagne, un peu compensée par le redémarrage de la FBCF en construction allemande.

Au total, notre scénario de croissance conduirait à une baisse (un peu ralentie) du chômage, un arrêt de l'effritement de l'excédent externe, une absence de tension nominale, autant d'éléments favorables à la poursuite des ajustements budgétaires.

## Allemagne

Le volume du PIB a progressé de 2,7 % l'an au quatrième trimestre 1999, confirmant que l'économie outre-Rhin a retrouvé le chemin de la croissance, avec un certain retard par rapport aux autres pays européens. La consommation des ménages (+2,6 % l'an) et le phénomène de stockage en vue du passage à l'an 2000 (1,4 % de contribution à la croissance du PIB) ont été les deux facteurs déterminants de la croissance du quatrième trimestre. La demande externe a aussi contribué positivement à la croissance, mais l'avance des exportations a été relativement faible à 3,3 % l'an comparée aux trois trimestres précédents.

Au premier semestre 2000, nous estimons que la croissance des exportations devrait être soutenue à 7,2 % l'an, avant de se modérer très légèrement. Alors que la demande mondiale adressée à l'Allemagne

devrait progresser de 7,7 % en 2000, la hausse des exportations ne devrait atteindre que 7,4 % en 2000, soit une légère perte de parts de marché, plus faible qu'en 1999.

Le dernier trimestre a vu un recul des investissements en biens d'équipement de 1 % l'an, ce qui laisse au total pour 1999 une progression de 4,8 %. Les investissements en biens d'équipement devraient augmenter de 9,1 % sur les trois premiers trimestres de 2000. Cette hypothèse de hausse soutenue repose notamment sur deux facteurs. D'abord, le taux d'utilisation des capacités de production a dépassé sa moyenne de long terme (83,8 % entre 1968 et 1999) et se situait à 87 % au dernier trimestre. Dans certains secteurs le taux atteint des niveaux records, notamment dans la métallurgie (92,8 %) ou dans l'industrie du papier

(96,9 %). Ensuite, compte tenu de la baisse de l'euro et du ralentissement de la hausse des salaires, la rentabilité des entreprises s'est accrue, leur permettant ainsi d'investir davantage.

Le secteur de la construction, qui est en repli depuis 1994, a encore reculé au dernier trimestre 1999 de 3,4 % l'an. Les investissements en construction devraient se stabiliser en 2000 et progresser légèrement en 2001. Si le secteur du résidentiel ne connaît aucune amélioration en 2000, la branche non résidentielle, en particulier l'immobilier de bureaux qui enregistre déjà une amélioration conjoncturelle, devrait progresser sensiblement dans les grandes métropoles comme Francfort ou Munich.

La consommation des ménages poursuit son redressement grâce à la lente amélioration de la situation sur le marché de l'emploi et des revenus. Elle progresserait sur une pente à 3 % l'an à partir du deuxième semestre 2000, constituant le principal soutien de la croissance. En effet, la reprise observée dans l'industrie commence à se traduire en termes d'emplois, non seulement dans ce secteur, mais surtout dans les services. La progression de l'emploi devrait s'accélérer à 0,6 % en 2000 ce qui réduirait le taux de chômage sous la barre des 10 % ; son évolution constante sur une pente à 1 % l'an porterait le taux de chômage à 8,5 % à la fin 2001, soit son plus bas niveau depuis le début de 1993. Au total, le pouvoir d'achat des ménages devrait progresser de 0,5 % par an grâce à la baisse d'impôts programmée.

La progression des coûts salariaux, un des problèmes majeurs de la compétitivité de l'industrie alle-

**Renforcement  
de l'économie allemande**

Allemagne				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	1,9	1,4	2,7	2,9
Demande interne stocks compris	2,3	2,1	2,3	2,7
Demande interne hors stocks	1,5	1,7	2,1	2,8
Consommation privée	2,1	2,1	2,6	3,0
Consommation publique	0,5	0,2	0,0	1,1
FBCF totale	0,9	2,1	2,7	3,7
construction	-4,3	-0,2	0,3	1,0
équipement	8,5	4,8	5,6	7,0
immatérielle	14,7	9,6	8,6	8,2
Exportations de biens et services	6,4	3,9	7,4	6,5
Importations de biens et services	8,0	6,9	6,2	6,2
Prix de détail	1,0	0,6	1,6	1,2
Gains horaires (toutes activités)	1,8	2,6	1,8	2,5
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage (en %)	11,3	11,3	9,6	8,7
Balance courante				
- en mrd \$	-4,9	-19,3	-7,4	-5,1
- en % PIB	-0,2	-0,9	-0,4	-0,2
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	3,5	2,9	3,8	4,0
Emprunt d'Etat à 10 ans	4,6	4,5	5,7	5,6
1 euro = ... \$	1,12	1,07	0,96	0,84
1 \$ = ... DM *	1,76	1,84	2,03	1,96
1 DM = ... Yens *	74,3	62,0	55,0	58,8
* Taux de change implicite				

mande, s'est ralentie ces derniers trimestres. Compte tenu de la progression de l'emploi en 2000 on pourrait craindre une pression sur les salaires. Mais, les négociations entre les entreprises et les syndicats s'achèment vers une augmentation raisonnable pour 2000 (3,5 % environ). Par ailleurs, l'annonce de l'immigration rapide de 20 000 informaticiens ainsi que la fin de l'indexation des salaires de la fonction publique sur l'indice des salaires doivent éviter un dérapage salarial cette année. Enfin, vu nos hypothèses de modération des cours du pétrole, l'indice des prix devrait se modérer en 2000 et tendre vers 1,2 %.

## France

La croissance est ressortie à 2,7 % en 1999. Cette bonne performance de la France vis-à-vis de ses partenaires européens s'explique par la vigueur de la demande intérieure et surtout de l'investissement. La nouvelle accélération de la croissance américaine et l'amélioration de la conjoncture dans la plupart des pays émergents nous conduisent à réviser à la hausse nos prévisions de croissance à 3,7 % pour l'année 2000. Pour 2001, l'effet de report des mesures de l'année 2000 sera compensé par la réaction face à l'augmentation des déficits publics.

### L'impact des mesures budgétaires annoncées le 16 mars 2000

En réponse au débat sur la « cagnotte », le gouvernement a annoncé des mesures budgétaires de grande ampleur. Ces mesures comportent un allègement de la taxe d'habitation pour 11 milliards francs, des allègements d'impôt sur le revenu pour 11 milliards, des dépenses supplémentaires (10 milliards), et une baisse d'un point du taux normal de la TVA (soit une perte de recettes de 18 milliards francs en 2000 et de 31 milliards en année pleine). Au total, ces mesures représentent *ex ante* une aggravation du déficit de 0,7 % du PIB. Quelles peuvent en être les répercussions économiques ?

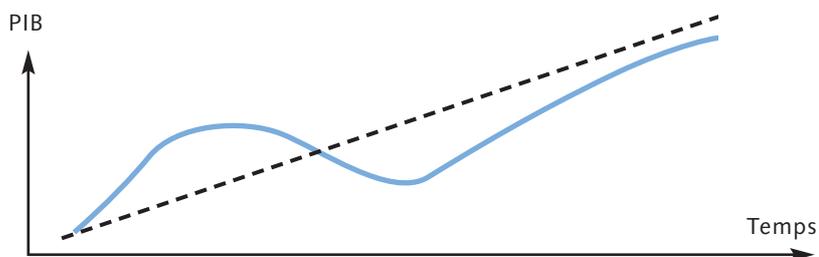
De façon simplifiée, ces mesures peuvent se décomposer en deux catégories. La première catégorie comprend les dépenses supplémentaires et les allègements d'impôts directs sur les ménages, soit 0,4 % du PIB. L'effet commun de ces mesures est de créer de la demande privée ou publique et de renforcer la croissance à court terme par le mécanisme keynésien habituel. La réduction du taux de TVA a pour effet (toutes choses égales par ailleurs) de réduire le taux d'inflation des prix à la consommation de 0,7 % *ex ante* (soit 0,4 % à 0,5 % pour le

prix du PIB). Les conséquences économiques dépendent notamment du degré de répercussion par les entreprises (partage de l'allègement fiscal) et du coefficient d'indexation des salaires sur les prix. Au total, l'allègement fiscal se partagera entre un supplément de croissance et une moindre inflation. Ces effets s'étaleront sur l'année 2000. Compte tenu des effets d'acquis, ils seront perceptibles sur les moyennes annuelles de 2000 et de 2001.

On ne peut cependant pas s'arrêter à ces effets immédiats et keynésiens.

Ces derniers ont une contrepartie qui est l'augmentation du déficit public (ou sa moindre réduction par rapport à la tendance antérieure). Cette augmentation entraînera des comportements de compensation ultérieurs, compensation d'autant plus nécessaire que l'augmentation du déficit intervient au point haut du cycle économique. Après le renforcement temporaire de la croissance économique, la conséquence des mesures prises sera un ralentissement de l'économie plus marqué qu'initialement en 2001 et 2002.

#### L'effet variantiel d'une « relance » budgétaire et fiscale (par rapport à la tendance)



A très court terme, l'augmentation du déficit renforce la croissance. Dans un deuxième temps, les comportements et la nécessité de revenir vers l'équilibre annulent l'effet initial. L'impact sur la tendance long terme dépend des modalités du retour à l'équilibre (augmentation des impôts ou baisse des dépenses).

La demande mondiale adressée à la France devrait s'accélérer à 7,5 % en 2000 (contre 5,4 % en 1999). La dépréciation de l'euro et la modération des coûts salariaux se traduisent par une amélioration de la compétitivité. Aussi cette année la France gagnerait-elle des parts de marché à l'exportation et la hausse des exportations s'établirait à 7,7 %. En 2001, les exportations ralentiraient à 6,1%, en ligne avec l'évolution de la demande mondiale. La demande intérieure hors stocks progresserait sur un rythme supérieur à 3 % l'an en 2000. La demande des ménages resterait dynamique en raison de la poursuite de l'amélioration du marché du travail et de l'accélération des gains de pouvoir d'achat.

En 1999, l'emploi salarié a enregistré une progression de 2 %, permettant un reflux graduel du chômage, qui s'est établi à 10,6 % à la fin décembre. La réduction de la

durée du travail s'est appliquée à partir du 1er février pour les entreprises de plus de vingt salariés. Aussi, les entreprises devront-elles réaliser des efforts de productivité afin de limiter la hausse des coûts salariaux unitaires. Cependant, l'emploi resterait dynamique grâce à la décision des autorités d'alléger les charges sociales pour les salariés rémunérés jusqu'à 1,8 fois le SMIC et grâce à la plus grande flexibilité du travail introduite dans le cadre d'accords sur les 35 heures. De plus, les créations d'emplois dans le secteur non marchand (emplois jeunes) se poursuivront en 2000. En 2001, le taux de chômage serait en dessous de 10 % malgré un ralentissement des créations d'emplois en ligne avec la modération de la croissance.

En raison des mesures fiscales (baisse de la TVA et réduction d'impôt), le pouvoir d'achat du revenu des ménages s'accélérait. Aussi, la consommation progresserait-elle de 3,4 % en 2000 et de 3,3 % en 2001. Les ménages ne réduiraient pas leur épargne en raison de la hausse des taux d'intérêt et du niveau élevé du déficit public. Après une accélération en 1999 liée à la fin du dispositif Périssol, l'investissement en logement se modérerait en 2000 et 2001.

L'investissement productif, qui a progressé sur une pente proche de 7 % l'an depuis 1998, resterait dynamique en 2000. En effet, les tensions sur l'appareil productif dans l'industrie se sont légèrement accentuées et la demande resterait soutenue. En particulier l'investissement en construction serait bien orienté en raison de la modernisation des infrastructures en logistique et de la multiplication des opérations de fusions-acquisitions.

Une croissance française soutenue, ralentissant en 2001

France				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	3,4	2,7	3,7	3,1
Demande interne stocks compris	3,9	2,6	3,7	3,1
Demande interne hors stocks	3,4	3,1	3,6	3,3
Consommation privée	3,6	2,3	3,4	3,3
Consommation publique	1,1	1,7	2,1	1,8
FBCF totale	6,1	7,0	5,9	4,8
logement	3,4	7,8	3,8	1,9
productif	7,3	7,4	7,2	6,4
administrations publiques	4,5	3,3	3,6	3,6
Exportations de biens et services	6,9	3,6	7,7	6,1
Importations de biens et services	9,6	3,3	8,3	6,4
Prix de détail	0,7	0,5	1,0	1,0
Salaire mensuel de base	1,8	1,6	2,2	2,3
Taux de salaire horaire	2,2	2,3	3,8	3,1
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage au sens du BIT (%)	11,8	11,2	10,0	9,3
Balance courante en mrds F (taux annuel)	236	226	213	222
Balance courante en mrds \$ " "	40,2	36,7	31,2	33,8
Euribor 3 mois (à partir de 1999)	3,6	3,0	3,8	4,0
Obligations d'Etat à 10 ans	4,6	4,6	5,8	5,7
1 euro = ... \$	1,12	1,07	0,96	1,00
1 \$ = ...FF*	5,87	6,16	6,82	6,56

\* taux de change implicite

En 2001, la hausse des taux d'intérêt, l'augmentation du besoin de financement des entreprises ainsi que la modération de la demande extérieure se traduiraient par un ralentissement de l'investissement.

Malgré cette accélération de la croissance, l'inflation ressortirait à 1 % en moyenne sur l'année 2000, suite à la réduction du taux de TVA mais également à une légère baisse du prix du pétrole conjuguée à la hausse des taux d'intérêt et à la politique de modération salariale.

La bonne tenue de la croissance a permis une réduction du déficit public à 1,8 % du PIB en 1999 et une réduction du poids de la dette. En revanche, le taux de prélèvements obligatoires s'est accru. Pour les deux prochaines années, la réduction du déficit se modérerait en raison de la réduction de la fiscalité et d'une augmentation des dépenses de l'Etat. Aussi, le poids de la dette ne diminuerait-il que de façon limitée.

## Royaume-Uni

La croissance britannique qui avait réaccélééré au printemps 1999, est restée soutenue jusqu'à la fin de l'année. Sur les trois derniers trimestres connus, l'avance du PIB s'est maintenue sur une pente supérieure ou égale à 3 % l'an. A la vigueur de la consommation des ménages et la bonne tenue de l'investissement total, est venue s'ajouter l'amorce d'un mouvement de restockage.

En fait, la conjoncture de ces derniers mois offre un contraste entre une demande intérieure très dynamique et des exportations qui, au

contraire, faiblissent. L'analyse s'avère néanmoins délicate dans la mesure où il est difficile de savoir si le recul des exportations au dernier trimestre annonce un changement de tendance ou s'il n'est qu'une simple correction après l'envolée du troisième trimestre. D'un côté, l'opinion des industriels sur les carnets de commandes étrangères ne s'est pas dégradée. De l'autre, à la lumière non seulement de l'évolution récente des exportations mais aussi de la production manufacturière qui s'est tassée consécutivement en décembre et janvier, on peut craindre que l'appréciation de la livre sterling ne commence à peser sur l'activité industrielle. La Banque d'Angleterre a d'ailleurs fait une pause dans le durcissement de

Le cours de la livre bride le Royaume-Uni

Royaume-Uni				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	2,2	2,0	3,1	2,5
Demande interne stocks compris	4,0	3,4	3,9	2,9
Demande interne hors stocks	4,1	4,1	3,3	2,9
Consommation privée	3,2	4,0	3,1	2,7
Consommation publique	0,7	3,4	2,7	2,2
FBCF totale	10,8	5,2	4,7	3,9
logement	4,9	-2,2	1,4	-0,3
productif	14,0	7,7	5,1	4,4
administrations publiques	5,7	-6,0	5,1	5,0
Exportations de biens et services	2,4	2,6	5,0	4,1
Importations de biens et services	8,8	7,1	7,3	4,9
Prix de détail	3,4	1,6	2,7	2,3
Prix de détail hors intérêts hypothécaires	2,7	2,3	2,4	2,4
Gains mensuels (toutes activités)	5,1	4,8	5,2	4,2
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en % (BIT)	6,3	6,0	5,9	6,0
Balance courante				
- en mrd \$	-0,5	-13,9	-17,6	-22,5
- en mrd \$	-0,8	-22,6	-28,2	-36,0
- en % du PIB	-0,1	-1,6	-1,9	-2,3
Marché interbancaire à 3 mois	7,3	5,4	6,7	6,4
Obligations d'Etat à 10 ans	5,5	4,9	5,8	6,2
1 £ = ... \$	1,66	1,62	1,60	1,60
1 £ = ... euro	1,48	1,52	1,66	1,60
1 £ = ...DM *	2,92	2,97	3,25	3,13
1 £ = ...FF*	9,77	9,96	10,92	10,50

\* taux de change implicite

la politique monétaire en laissant inchangé à 6 % le taux directeur après deux relèvements successifs d'un quart de point en janvier et février.

Le scénario pour le début de l'année 2000 ne retient pas l'hypothèse d'une poursuite du recul des exportations et donc d'un ralentissement de la croissance. Celui-ci n'interviendrait qu'à partir de l'été et se prolongerait jusqu'à la mi-2001 ; le resserrement monétaire que nous voyons se poursuivre jusqu'à l'été finirait par tempérer la consommation des ménages. Le rythme de croissance se modérerait alors jusqu'à 2,3 % l'an au premier semestre 2001 et ne réaccélérerait que marginalement au deuxième semestre, laissant une hausse du PIB en moyenne annuelle de 2,5 % après 3,1 % en 2000.

Jusqu'à présent, la consommation des ménages ne montre guère de signes de ralentissement. Ainsi, en janvier et sur trois mois au taux annuel, les ventes au détail affichent une progression de 10 % l'an et les crédits nouveaux à la consommation se maintiennent autour de 15 milliards de livres en rythme annuel. La croissance de l'emploi s'est renforcée à environ 1,5 % l'an au deuxième semestre 1999 contre 0,7 % au premier ; quant aux salaires nominaux, ils ont nettement accéléré en fin d'année conduisant à une progression du pouvoir d'achat d'environ 4 % sur un an contre 2 % au début 1999. Dans un marché du travail de plus en plus tendu, le risque d'une poussée supplémentaire des salaires justifie le durcissement monétaire.

La hausse des taux ne devrait peser que marginalement sur l'investissement productif :

1. la plupart des indicateurs conjoncturels (les commandes nouvelles et l'opinion sur les carnets de commandes intérieures dans les industries de biens d'équipement) laissent envisager une accélération au moins sur la première partie de cette année,

2. les anticipations de profits se sont nettement redressées tant dans les services que dans l'industrie depuis la fin 1998 et le début 1999, en ligne d'ailleurs avec l'accélération de la croissance.

Finalement, la tenue des exportations reste l'inconnue majeure de notre scénario. La force du sterling a obligé les industriels à consentir des efforts de prix importants, limitant ainsi leurs pertes de part de marché. Néanmoins, même si ces efforts justifient que l'économie britannique profite de l'accélération du commerce mondial en 2000, les industriels ne pourront pas s'accommoder durablement d'une livre au-dessus de trois DM. Une correction doit donc intervenir pour éviter que le ralentissement ne se transforme en récession.

## Italie

La enquêtes dans l'industrie se redressent vigoureusement depuis le deuxième semestre 1999. Après avoir atteint un point bas à la fin de l'année 1998, les perspectives de production sont à leur plus haut niveau depuis plus de deux ans. Portés par le rebond de la demande étrangère, les carnets de commandes sont également très bien orientés. Au quatrième trimestre, la production industrielle aug-

mente de 5,6 % en rythme annualisé par rapport au trimestre précédent.

Malgré la forte détérioration des termes de l'échange au second semestre 1999, l'excédent commercial se stabilise à 19 milliards de lires l'an. Les exportations bénéficient notamment de la vigueur des ventes à destination des Etats-Unis. De même, la forte exposition de l'Italie vis-à-vis des pays émergents (28 % des exportations) dont les importations se redressent très rapidement est à l'origine du redressement de la production industrielle italienne. Mais la faiblesse des ventes à destination de l'Union Européenne (-0,6 % en 1999 en valeur) montre la persistance des problèmes de compétitivité du « Sistema Italia ». En 2000, l'amélioration de la demande mondiale et des termes de l'échange, et les rentrées d'invisibles liées aux manifestations du Jubilé 2000 permettraient une légère amélioration de la balance des paiements courants.

Selon les comptes nationaux annuels, la hausse de la consommation s'établit à 1,7 % en 1999. Cette faible performance s'explique par la modération salariale qui a pesé sur la progression des gains réels (1,4 % en 1999) malgré le dynamisme de l'emploi (+265 000 sur un an en octobre 1998). Néanmoins, en 2000, l'avance des salaires sur les prix devrait s'accroître. Les ventes au détail en volume ont augmenté de 10 % l'an au quatrième trimestre 1999, dépassant leur point haut de 1995. La baisse progressive des prix du pétrole conjuguée à l'appréciation de l'euro, la libéralisation des secteurs de l'électricité et de la grande distribution, la baisse

des tarifs des communications, devraient à nouveau peser sur les prix.

La FBCF avait sévèrement subi les effets des crises dans les pays émergents. En effet, la lourdeur des carnets de commandes à l'étranger avait incité les entreprises à repousser leurs investissements. A présent, la FBCF devrait accélérer. Celle-ci bénéficie de la dynamique de l'investissement en construction qui reflète à la fois la reprise des travaux publics entraînée par le Jubilé 2000 et le déblocage des fonds structurels alloués au *Mezzogiorno* (62 milliards d'euros sur les cinq prochaines années). S'y ajoutent l'engouement massif pour les travaux de réhabilitation de logements, qui bénéficient d'incitations fiscales très favorables, et enfin la baisse de la TVA à 10 %. L'amélioration des carnets de com-

L'Italie reste à la traîne de la croissance européenne

Italie				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	1,5	1,4	2,8	2,5
Demande interne stocks compris	2,9	2,5	2,5	2,6
Demande interne hors stocks	2,4	2,0	2,5	2,3
Consommation privée	2,3	1,7	2,2	2,3
Consommation publique	0,7	0,8	0,7	0,4
FBCF totale	4,1	4,4	5,5	4,2
Construction	-0,1	1,8	3,7	1,5
Equipement	7,4	6,2	6,9	6,1
machines et équipt	5,1	1,7	4,6	5,6
transports	10,8	7,4	16,8	8,1
Exportations de biens et services	3,3	-0,4	7,1	5,6
Importations de biens et services	9,1	3,4	5,9	6,2
Prix de détail	2,0	1,7	2,0	1,4
Gains horaires (toutes activités)	2,4	1,8	2,7	2,5
Coûts salariaux horaires (industrie)	2,8	2,2	2,4	2,5
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage	11,8	11,3	10,9	10,6
Balance courante				
- en milliers de milliards de lires	34,9	20,3	23,7	24,2
- en milliards de \$	20,2	11,1	11,8	12,5
- en % du PIB	1,7	1,0	1,1	1,0
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	4,9	3,0	3,8	4,0
Emprunt Phare à 10 ans	4,8	4,7	5,9	5,8
1 euro=...\$	1,12	1,07	0,96	1,00
1 \$ = ... lires*	1737	1818	2016	1938
* taux de change implicite				

mandes, notamment extérieur devrait permettre une reprise de la FBCF en biens d'équipement. Par ailleurs, les profits réinvestis en 2000 dans les biens d'équipement autres que les moyens de transport bénéficient d'un abattement d'impôt de 19 %.

L'essentiel de l'effort budgétaire mis en œuvre ces dernières années pour satisfaire aux critères de Maastricht est désormais effectué. A tel point que les rentrées fiscales s'avèrent meilleures que prévu (+11 % en 1999), grâce aux recettes des privatisations et aux excellents résultats des entreprises italiennes en 1998, liés notamment aux efforts de productivité et à la baisse des taux d'intérêt. Le déficit budgétaire s'élève à 1,9 % du PIB en 1999. Dans ces conditions, le gouvernement procédera en 2000 à des réductions d'impôt pour les ménages (7 000 milliards de liras). Cependant, des incertitudes entou-

rent la réforme de la sécurité sociale. Massimo d'Alema vient d'indiquer que le projet de placement dans les fonds de pension de l'épargne obligatoire en vue du versement des indemnités de départ en retraite (TFR) sera discuté au printemps 2001.

## Espagne

Selon les données officielles, le PIB en volume a progressé de 3,7 % en 1999, performance en très léger retrait sur celles des deux années antérieures (4 % en 1998 et 3,8 % en 1997). En fin d'exercice, le rythme de croissance instantané était de 4 % l'an, ce qui laisse un acquis positif de 1,6 % pour l'année 2000. En moyenne, au cours des cinq dernières années, l'Espagne a enregistré une croissance annuelle de plus d'un point supérieure à celle du reste de l'Union monétaire européenne.

Le dynamisme de l'économie espagnole se paye par un surcroît d'inflation et par une dégradation rapide de ses comptes extérieurs. Actuellement, l'inflation des prix à la consommation ressort en Espagne à 3 % sur un an, contre 2 % pour la moyenne de la zone euro. Ici, comme dans le reste de l'Europe, l'accélération récente de la hausse des prix est surtout imputable à la flambée des prix de l'énergie. Sur l'année écoulée, le déficit commercial s'est établi à environ 5500 milliards de pesetas (record historique absolu), soit 5,8 % du PIB. Heureusement, grâce à l'excédent de la balance des services gonflé par des recettes touristiques substantielles, la balance des paiements courants n'a été déficitaire qu'à hauteur de deux points de PIB environ.

Une croissance à peine moins vigoureuse en Espagne

Espagne				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	4,0	3,7	3,9	3,3
Demande interne stocks compris	5,0	4,9	3,6	3,1
Demande interne hors stocks	4,9	4,9	3,7	3,0
Consommation privée	4,1	4,4	3,7	3,2
Consommation publique	2,0	1,8	0,5	1,4
FBCF totale	9,2	8,3	5,8	3,5
construction	7,0	8,3	5,5	2,0
équipement	13,0	8,4	6,4	5,9
Exportations de biens et services	7,1	8,5	11,2	7,7
Importations de biens et services	11,1	12,6	9,8	6,8
Prix de détail	1,8	2,3	2,5	2,0
Gains horaires (toutes activités)	2,8	2,4	2,5	2,5
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en %	18,8	15,8	14,4	13,3
Balance courante				
- en mrd\$ de pesetas	-208	-1749	-3034	-3048
- en mrd\$	-1,4	-11,2	-17,5	-18,3
- en % du PIB	-0,2	-1,9	-3,1	-2,9
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	4,2	2,9	3,8	4,0
Emprunt phare à 10 ans	4,8	4,7	6,0	5,9
1 euro = ... \$	1,12	1,07	0,96	1,00
1 \$ = ... Pesetas*	149	156	173	166

\*taux de change implicite

En théorie, pour une petite économie ouverte comme l'Espagne, l'excès d'inflation et le déséquilibre externe devraient appeler un durcissement monétaire vigoureux afin d'éviter une pression sur la devise et de susciter, par voie de conséquence, un ralentissement de la demande intérieure. Or, dans une union monétaire, les mécanismes sont différents, car la politique monétaire n'est plus du ressort des autorités domestiques. Ainsi, l'Espagne bénéficie actuellement de conditions monétaires qui sont déterminées en fonction de l'inflation européenne moyenne, et qui, de ce fait, sont très accommodantes au vu de la conjoncture interne. De plus, la contrainte d'équilibre externe ne joue que pour l'ensemble de l'Union, zone où les déficits externes des uns (Espagne, Allemagne, Portugal) sont actuellement plus que compensés par les excédents des autres (France, Italie, Benelux, Finlande).

En somme, le dynamisme espagnol n'a pas de raison profonde de s'interrompre brutalement à l'horizon des deux prochaines années. Notre scénario demeure celui d'un ralentissement assez modeste de la demande intérieure sous l'influence principale d'une modération de l'investissement, notamment dans sa composante « construction ». Après avoir été négative pendant deux ans, la contribution des échanges extérieurs nets deviendrait progressivement neutre.

Le secteur de la construction est la source principale de l'activité depuis plus de deux ans, avec un investissement (15 % du PIB) qui contribue pour un tiers à la croissance économique espagnole. Mais sa progression récente ne paraît pas extrapolable ni à court terme

dans un contexte de remontée des taux d'intérêt et de hausse des prix de l'immobilier, ni à moyen terme à cause du retournement démographique espagnol à partir de 2003.

Revenant sur une pente à 3 % l'an au terme de notre horizon, la demande des ménages resterait toutefois assez soutenue. Le durcissement monétaire que nous envisageons dans la zone euro au cours de l'année 2000 permettrait en effet de contenir les pressions inflationnistes, et donc de préserver le pouvoir d'achat du revenu disponible, tout en laissant des taux d'intérêt débiteurs encore beaucoup plus faibles qu'il y a quelques années. La consommation privée bénéficierait toujours des effets stimulants de la baisse des impôts mise en œuvre en 1999 et d'une nouvelle réduction du taux d'épargne (un point en deux ans) que justifie le haut niveau du climat de confiance. Conforté par sa victoire électorale récente, le gouvernement actuel poursuivrait l'ajustement des comptes publics.

## Pays-Bas

Pour la quatrième année consécutive, la croissance néerlandaise dépasse 3 % ; elle avait atteint 3,5 % en 1999. La progression du PIB de 4,4 % l'an au quatrième trimestre 1999 a même été beaucoup plus forte que durant les trois premiers trimestres. Si la progression de la consommation des ménages s'est ralentie à 0,8 % contre 3,6 % au trimestre précédent, les investissements en biens d'équipement, en revanche, auraient progressé de 18,8 % l'an, alors que ceux en construction auraient bondi de 30 % l'an. Bien que ces résultats soient enta-

chés d'aléas, ils soulignent l'importance des investissements dans la croissance néerlandaise du deuxième semestre 1999. Enfin, les exportations se sont maintenues à un rythme élevé de 4,6 % l'an.

La croissance de la consommation des ménages s'est ralentie au quatrième trimestre 1999, en ligne avec les indices de ventes au détail et les immatriculations de véhicules. Notre hypothèse pour 2000 repose sur une croissance moins forte (+3,1 %) que celle observée en 1998 et 1999 (4,1 %). Ce ralentissement est dû notamment à la progression moins rapide des emplois de sorte que le pouvoir d'achat des revenus des ménages ne progresserait pas aussi vite que les années précédentes. Par ailleurs, le taux d'épargne des ménages devrait légèrement croître.

Les tensions sur le marché du travail se sont accrues ces derniers mois. L'emploi progresse depuis deux ans, en moyenne à 3 %, notamment en raison de la diminution du coût du travail dans la catégorie du salaire minimum : elle atteint près de 30 % depuis 1980. Le taux de chômage, qui était encore de 7,0 % en 1995, ressort désormais à 2,8 %. Les tensions sont aussi perceptibles au travers du taux des postes vacants qui a atteint des niveaux records à 3,4 %. Un dérapage des salaires ne s'est pas produit : le coût horaire de la main d'œuvre ne progresse que de 2,8 % sur les douze derniers mois. Les accords tripartites, l'immigration de main-d'œuvre et la reconversion des invalides devraient empêcher tout dérapage salarial en 2000. Compte tenu de la hausse des prix du pétrole et de la baisse de l'euro par rapport au dollar, les prix à la consommation auraient dû être sous tension. Or, l'avance de l'indice des prix à la consommation, qui avait atteint un maximum en août à 2,6 % sur douze mois, ne ressort plus qu'à 1,9 % au mois de février. La hausse des prix devrait rester contenue en 2000 et demeurer dans la moyenne de ces dernières années à 2,2 % l'an.

La demande extérieure a progressé rapidement depuis le début du deuxième semestre 1999 en hausse de 14,1 % sur les douze derniers mois connus. Comme les indicateurs le suggèrent, aucun ralentissement ne devrait survenir avant le deuxième semestre 2000, les exportations devraient être plus soutenues qu'en 1999 à 6,8 % l'an au premier semestre. La vigueur des exportations conjuguée à une demande interne soutenue devrait favoriser la progression des investissements en 2000 à 7,4 %. En effet, les carnets de commandes dans l'in-

La croissance des Pays-Bas  
butte sur la barrière  
du plein-emploi

Pays-Bas				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles (en %)			
<i>NB : les comptes des troisième et quatrième trimestres 1999 ne sont pas connus dans leur intégralité (est. REXECODE, CBS)</i>				
PIB	3,7	3,3	3,8	3,2
Demande interne stocks compris	4,2	4,0	4,8	3,4
Demande interne hors stocks	4,2	4,1	3,9	3,3
Consommation privée	4,1	4,1	3,1	3,1
Consommation publique	3,3	2,4	2,8	3,0
FBCF totale	5,2	5,7	6,8	4,2
productif	7,2	6,4	7,4	4,9
publique	5,8	6,5	6,4	2,0
logement	-0,5	2,9	3,9	2,9
Exportations de biens et services	6,4	3,6	5,9	5,8
Importations de biens et services	7,7	5,0	7,4	6,3
Prix de détail	2,0	2,3	2,2	2,0
Gains mensuels (toutes activités)	3,4	3,2	3,3	3,0
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en % (déf. CBS)	4,1	3,2	2,9	3,1
Balance courante				
- en mrd\$ florins	50,1	47,0	44,0	41,0
- en mrd\$ \$	25,4	22,7	23,8	22,2
- en % PIB	6,7	6,0	5,3	4,7
Euribor à 3 mois (à partir de 1999)	3,5	3,0	3,8	4,0
Emprunt d'Etat à 10 ans	4,6	4,6	5,8	5,7
1 euro = ... \$	1,12	1,06	0,96	1,00
1 \$ = ... florins *	1,98	2,07	2,29	2,20
* Taux de change implicite				

dustrie sont en hausse, ainsi que les perspectives de production. Les taux d'utilisation des capacités de production se situent au-dessus de la moyenne de long terme (83 % entre 1979 et 1998).

Les finances publiques néerlandaises ont terminé 1999 avec un excédent représentant 0,25 % du PIB. En 2000 le gouvernement a prévu un excédent de 0,5 % du PIB permettant enfin aux Pays-Bas de passer sous la barre des 60 % de dette publique par rapport au PIB. En effet, les réformes engagées par l'Etat se poursuivent et l'Etat néerlandais a notamment vendu ses dernières participations dans la métallurgie et dans les télécommunications. Ces privatisations ont rapporté 27 milliards d'euros en 1999 et devraient se poursuivre en 2000 avec la première tranche de la privatisation des chemins de fer. En 2000 le gouvernement prévoit de diminuer de 2 milliards d'euros les prélèvements obligatoires.

## Belgique

L'activité s'est nettement redressée au second semestre 1999 grâce à une reprise des exportations et à la bonne tenue de l'investissement. L'impact de la crise de la dioxine sur l'économie ayant été limité (évalué à 0,2 % du PIB), la croissance du PIB en volume ressortirait à 2,2% en 1999. Le dynamisme du commerce mondial et de meilleures perspectives de croissance dans la plupart des pays européens se traduiraient par une accélération de la croissance, qui dépasserait 3 % en 2000. En 2001, conséquence de la hausse des taux

d'intérêt et d'une modération du commerce mondial, la croissance ralentirait à 2,8 % l'an.

La progression des marchés extérieurs, tant intra qu'extra-européens, s'accélérait à 7,3 % en 2000 (contre 5,4 % en 1999). De plus, la compétitivité-prix des produits belges s'est améliorée en raison de la dépréciation cumulée du taux de change de l'euro en 1999 et 2000 et de la diminution du coût salarial unitaire relative aux trois principaux partenaires (Pays-Bas, France, Allemagne). Aussi la Belgique gagnerait-elle des parts de marché en 2000. La hausse des exportations (estimée à 8 % en 2000) dépasserait celle du marché potentiel, pour la première fois depuis 1992. En 2001, les exportations ralentiraient à 5,6 % suite à l'appréciation de l'euro et à la modération de la demande mondiale adressée à la Belgique (estimée à 6,1 % en 2001).

L'excédent des paiements courants se maintient à un niveau élevé

Belgique				
	1998	1999	2000	2001
	Variations annuelles en %			
PIB	2,7	2,2	3,3	2,8
Demande interne stocks compris	4,1	1,3	4,0	2,6
Demande interne hors stocks	3,3	2,8	3,2	2,7
Consommation privée	3,8	1,8	2,9	2,6
Consommation publique	1,4	2,2	2,0	1,6
FBCF totale	3,7	6,0	4,9	3,9
entreprises	4,5	7,5	5,6	5,0
logement	2,4	0,2	2,4	1,5
Exportations de biens et services	4,2	3,6	8,0	5,6
Importations de biens et services	6,3	2,4	9,3	5,4
Prix de détail	1,0	1,1	1,5	1,2
Gains horaires (toutes activités)	2,2	2,6	2,4	2,4
	Moyenne sur la période			
Taux de chômage en %	12,6	11,7	10,7	9,9
Balance courante				
- en mrd\$ francs belges	374,4	427,5	428,3	473,3
- en mrd\$	10,3	11,3	10,2	11,7
- en % du PIB	4,1	4,6	4,4	4,6
Euribor à 3 mois ( à partir de 1999)	3,6	3,0	3,8	4,0
Emprunt Phare à 10 ans	4,8	4,8	6,0	5,9
1 euro = ... \$	1,12	1,06	0,96	1,00
1 \$ = ... Franc belge*	36,3	37,8	42,0	40,3
* taux de change implicite				

La demande intérieure se redresserait en 2000, en hausse de 4 % (1,3 % en 1999) en raison d'un arrêt du déstockage, d'une accélération de la consommation des ménages et d'une évolution favorable de l'investissement.

La consommation des ménages, qui s'est nettement redressée depuis le deuxième semestre 1999, devrait progresser de 2,9 % en 2000 (après +1,8 % en 1999). Cette accélération s'expliquerait surtout par la poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Si en 1999, 40 % des créations d'emplois l'ont été dans le cadre de programmes spéciaux, ce ratio devrait être inférieur à 20 % en 2000. En effet, les entreprises sont incitées à créer des emplois dans la mesure où elles bénéficient d'une réduction supplémentaire des cotisations de Sécurité sociale. De plus, leur situation financière s'est améliorée en raison de la faible progression du coût salarial par unité produite suite à l'application de l'accord interprofessionnel sur les salaires. Malgré un léger ralentissement des créations d'emplois en 2001 en ligne avec l'évolution de la croissance, le taux de chômage diminuerait régulièrement pour s'établir en-dessous de 10 % à la fin 2001.

L'investissement des entreprises, dynamique en 1999 en raison d'une forte augmentation des dépenses en matériel et logiciels informatiques liée au passage à l'an 2000, ralentirait en 2000 et 2001. En effet, les taux d'utilisation dans l'industrie, supérieurs à la normale, se sont stabilisés, les conditions de financement sont moins favorables et les profits des entreprises se modéreraient. Néanmoins, le rythme de croissance de l'investissement resterait supérieur à celui observé depuis 1990 (+2,5 % l'an). En revanche, l'investissement en logement des ménages, qui n'a pas augmenté en 1999, devrait progresser en 2000 comme le suggèrent l'évolution récente des mises en chantier et les derniers résultats des enquêtes auprès des entrepreneurs du bâtiment. Cette reprise est favorisée notamment par la hausse du pouvoir d'achat des ménages et l'orientation favorable de leurs anticipations.

Les perspectives favorables de croissance permettraient une nouvelle amélioration du déficit public (-0,9 % du PIB en 1999) qui s'établirait entre -0,6 % et -0,8 % du PIB en 2000, en dépit d'un allègement des charges sociales. Aussi l'objectif des pouvoirs publics consistant à retrouver l'équilibre budgétaire en 2002 pourrait-il être atteint. ■



# Perspectives des finances publiques des grands pays

L'analyse des finances publiques revêt une grande importance au moment où se profilent les perspectives d'inflexion démographiques et d'augmentation du poids des charges de retraites. Cette partie examine les tendances actuelles pour 2000-2001 dans le contexte macroéconomique de nos perspectives.

## Etats-Unis : vers la disparition de la dette publique en 2013

Le projet de budget du gouvernement fédéral pour l'exercice fiscal 2001 (1er octobre 2000-30 septembre 2001) vient d'être présenté par l'Administration Clinton. Le maintien d'une gestion rigoureuse des dépenses publiques au cours de ces dernières années conjugué à l'abondance des rentrées fiscales générée par la croissance économique soutenue, donne aux autorités budgétaires américaines des marges de manœuvre qu'elles n'avaient pas eues depuis des lustres. Ces dernières peuvent envisager de dépenser davantage

tout en réduisant la pression fiscale sans compromettre la poursuite du processus de désendettement. A horizon de ces treize prochaines années, le scénario de disparition totale de la dette fédérale présenté par l'Administration est tout à fait plausible. Pour les marchés des emprunts d'Etat, il y a là une donnée fondamentale à prendre en compte.

Pour l'exercice fiscal qui s'est achevé le 30 septembre dernier, le budget fédéral s'est soldé par un nouvel excédent de 124,4 milliards de dollars, représentant 1,4 % du PIB. Les recettes se sont élevées à 1827 milliards de dollars (20 % du

**Le budget fédéral dégage un excédent croissant qui approche 2 points du PIB**

Budget fédéral (années fiscales 1er octobre t-1-30 septembre t)			
Variations en %	1999	2000	2001
<b>Recettes</b>	<b>9,0</b>	<b>6,1</b>	<b>7,1</b>
<b>Dépenses</b>	<b>3,0</b>	<b>5,1</b>	<b>2,5</b>
Frais financiers nets	-4,8	-4,1	-5,4
Primaires	4,4	6,5	3,7
Solde en milliards \$	124	167	184
en % du PIB	1,4	1,7	1,8
Solde primaire en milliards \$	354	387	392
en % du PIB	3,9	4,0	3,9
Dette (fin d'exercice) en milliards \$	3633	3476	3305
en % du PIB	39,9	36,3	32,9

Source : the Budget for fiscal year 2001.

PIB) et les dépenses à 1 703 (18,7 % du PIB). Les premières ont augmenté de 6,1 %, un peu plus que le PIB nominal (5,5 %) et les secondes de 3 % seulement. Il est vrai que malgré la remontée des taux d'intérêt, les frais financiers nets ont reculé de 4,8 %, ce qui a permis une hausse des dépenses primaires (dépenses hors frais financiers) supérieure à celle des dépenses totales (4,4 % contre 3 %). La dette du gouvernement fédéral a reculé d'environ 90 milliards \$ pour repasser en dessous des 40 % du PIB à la fin septembre 1999.

Globalement, l'exercice 1999 a été meilleur que prévu il y a un an, se soldant par un excédent plus élevé de 45 milliards \$ (124,4 contre 79,2). D'une part, les recettes ont été supérieures à celles projetées (+21 milliards \$ ou 1,2 %), la croissance ayant été plus forte que prévu. D'autre part, les dépenses ont été plus faibles (-24 milliards \$ ou - 1,4 %), ce qui s'explique uniquement par une moindre augmentation que prévu des dépenses primaires.

Pour l'ensemble des administrations publiques (y compris les États et les collectivités locales), sur la base de l'année calendaire et dans

la définition des comptes nationaux, on peut estimer que les comptes ont dégagé un excédent de l'ordre de 0,7 % du PIB en 1999.

Pour l'exercice en cours d'exécution, commencé le 1er octobre dernier, l'Administration prévoit un excédent des comptes du gouvernement fédéral de 167 milliards \$, représentant 1,7 % du PIB. Sous l'hypothèse d'une croissance en volume du PIB de 3,5 % et d'une hausse des prix du PIB de 1,5 %, les recettes augmenteraient de 7,1 % pour représenter 20,4 % du PIB. Il y aurait hausse implicite du taux de prélèvements obligatoires. Les dépenses s'accroîtraient de 5,1 % dont 6,5 % pour les dépenses primaires. La contraction de la dette autoriserait une nouvelle baisse des frais financiers (- 4,1 %) malgré la hausse des taux d'intérêt. L'augmentation de l'excédent conduirait à un repli de la dette jusqu'à 36,3 % du PIB.

Pour l'ensemble des administrations et dans la définition des comptes nationaux, nos propres estimations fondées sur l'hypothèse que nous faisons d'une croissance nominale plus forte (6,5 % au lieu de 5 %), conduisent à un excédent de l'ordre de 1,5 % du PIB, plus de deux fois supérieur à celui de 1999. L'effet « boule de neige vertueuse » jouerait encore plus nettement.

Pour l'exercice fiscal prochain (1er octobre 2000-30 septembre 2001) sous les hypothèses d'une part d'un ralentissement de la croissance à 2,8 % s'accompagnant d'une accélération des prix du PIB à 2 % l'an et d'autre part d'une stabilisation des taux d'intérêt, l'Administration prévoit que le budget fédéral se solderait par un excédent encore croissant, à 184 milliards \$ ou 1,8 % du PIB. Cela s'opérerait malgré un

Vers la disparition totale de la dette fédérale à horizon de ces treize prochaines années

#### Budget fédéral Projections à long terme

(% du PIB)	1995	2000	2005	2010	2015
<b>Recettes</b>	<b>18,5</b>	<b>20,4</b>	<b>19,4</b>	<b>19,1</b>	<b>19,2</b>
<b>Dépenses</b>	<b>20,7</b>	<b>18,7</b>	<b>17,6</b>	<b>16,7</b>	<b>16,5</b>
Frais financiers nets	3,2	2,3	1,4	0,5	-0,3
Hors frais financiers	17,5	16,4	16,2	16,2	16,8
Solde	-2,2	1,7	1,8	2,4	2,7
Solde primaire	0,9	4,0	3,1	2,9	2,5
Dette	49,2	36,3	21,3	7,1	-6,3

Source : the Budget for fiscal year 2001.

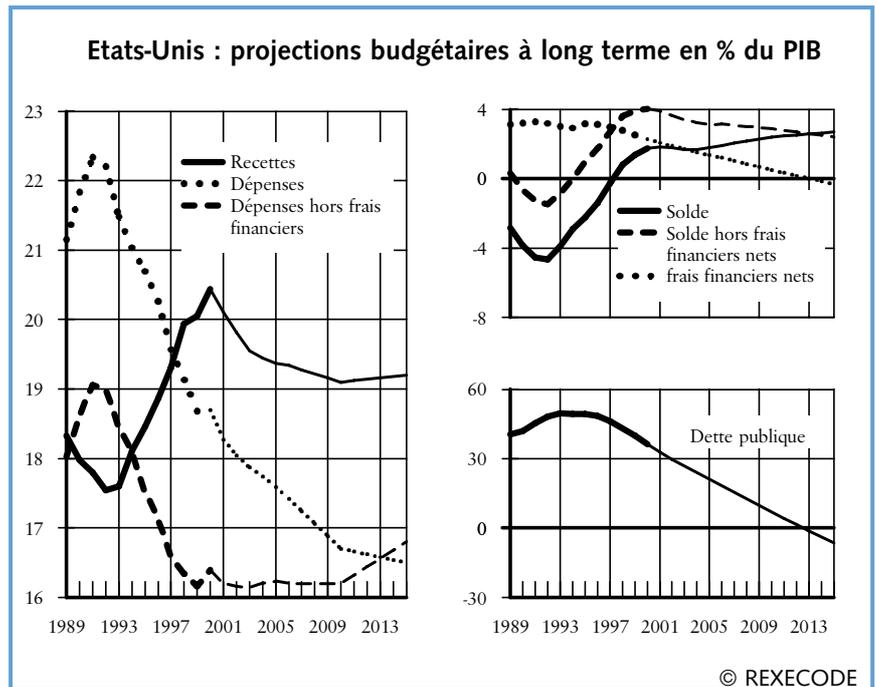
repli du taux de prélèvements obligatoires qui effacerait sa remontée de 1999. Les recettes s'accroîtraient de 3,2 % et les dépenses de 2,5 % seulement. Les frais financiers recurleraient de 5,4 % et les dépenses primaires de 3,7 %. Sous toutes ces hypothèses, la dette publique passerait en dessous des 33 % du PIB en fin d'exercice.

Pour l'ensemble des administrations publiques, dans la définition des comptes nationaux, et sous l'hypothèse d'un ralentissement de l'économie un peu plus prononcé, nos propres estimations conduisent à un léger recul de la capacité de financement jusqu'à 1,2 % du PIB.

Au-delà de 2001, les projections deviennent plus incertaines. Elles ont toutefois le mérite d'éclairer l'avenir. Sous les hypothèses raisonnables d'une croissance moyenne comprise entre 2,5 % et 3 % l'an, d'une inflation des prix du PIB contenue à 2 % l'an et d'une stabilisation des taux d'intérêt nominaux, la disparition totale de la dette fédérale à horizon 2013 est tout à fait plausible. Ce scénario suppose pour se réaliser que les dépenses primaires augmentent comme le produit intérieur, voire même davantage en fin de période. Le processus ne serait même pas empêché par une réduction du taux de prélèvements obligatoires de l'ordre d'un point du PIB.

### Japon : stabilisation du déficit qui ne stoppe pas la dynamique de la dette

Les administrations publiques japonaises dégagent des déficits chroniques depuis 1975, excepté de



1988 à 1992. Depuis cette dernière date, la politique budgétaire a fortement renforcé son caractère expansionniste pour soutenir la croissance réelle, entrée dans une période de ralentissement marqué après l'éclatement de la bulle financière au début des années 1990. Entre 1992 et 1999, la croissance annuelle moyenne du volume du PIB est tombée à 0,6 %, alors qu'elle était de 4,1 % l'an entre 1975 et 1991.

Depuis 1992, le déficit budgétaire s'est creusé, provoquant une explosion de la dette publique. Le déficit des administrations publiques est passé de 1,5 % du PIB en 1992 à 8,7 % en 1999, le poids de la dette brute dans le PIB augmentant parallèlement de 59,8 % à 106,1 %. Compte tenu du vieillissement rapide de la population qui est une menace sérieuse à brève échéance pour la branche de retraites du système de sécurité sociale, la politique budgétaire est, en l'état actuel, insoutenable à moyen terme. Selon nos perspectives de croissance (à savoir une croissance nominale de 0,4 % en 2000 puis

Le scénario de disparition de la dette publique américaine

2,1 % en 2001), la dette publique s'accroîtrait jusqu'à 122,2 % du PIB en 2001. Nous faisons aussi l'hypothèse que les autorités n'engagent pas de nouveau plan de relance publique en 2001, ce qui permettrait de stabiliser le ratio « déficit sur PIB » autour de 9 % fin 2001.

Le chiffrage du budget général du gouvernement central pour l'année 2000 (du 1er avril 2000 au 31 mars 2001) repose sur une hypothèse de 1 % de croissance du volume du PIB. Pour rappel, le budget 1999 initial visait une croissance réelle de 0,6 %.

Il existe deux manières d'appréhender l'évolution de ce budget d'une année fiscale à l'autre.

1. la comparaison peut s'effectuer simplement entre les montants de la loi de finances initiale de l'année N par rapport à ceux de la loi de finances initiale de l'année N-1. Pour l'année fiscale 2000, le budget général du gouvernement central prévoit une augmentation des dépenses de 3,8 % par rapport au budget initial de l'exercice 1999, alors que les recettes fiscales et non fiscales ne progresseraient que de 3,1 %. Le besoin de financement supplémentaire (+5 %) sera totalement financé par émission obligatoire, le taux de dépendance du

budget par rapport aux emprunts publics (ratio entre le montant du financement par emprunt public et le total des dépenses) atteignant de fait 38,4 % du total des dépenses (contre 37,9 % en 1999). Le service de la dette (remboursement du capital et paiement d'intérêts) devrait augmenter de 10,8 % pour représenter près de 26 % des dépenses totales.

2. la comparaison peut s'effectuer entre les montants de la loi de finances initiale de l'année N par rapport à ceux de la loi de finances initiale de l'année N-1 révisée des collectifs éventuels intervenus en cours d'exercice. En l'occurrence, la loi de finances 1999 initiale a été modifiée par l'adoption de deux collectifs budgétaires, en juin (370 milliards de yens) et novembre 1999 (6 800 milliards de yens). Le calcul fait alors apparaître que les dépenses dans la loi de finances 2000 sont en baisse de 4,5 % par rapport au budget 1999 rectifié, le déficit budgétaire recule de 13,8 %, et le taux de dépendance par rapport à l'emprunt diminue de 4,1 points de pourcentage (de 42,5 % en 1999 à 38,4 % en 2000).

Le budget 2000 fait apparaître une nouvelle diminution de la marge de manœuvre du gouvernement dans l'utilisation des dépenses. La progression de 10,8 % du service de la dette et de 10,4 % des transferts aux collectivités locales régis par la loi, font que, au final, seulement 56,6 % du total des dépenses sont véritablement utilisables pour exécuter les mesures prévues, contre 59,3 % dans le budget 1999 initial (et 57,3 % dans le budget 1999 rectifié).

**Nouveau dérapage prévu du service de la dette dans le budget 2000**

Budget général du gouvernement central			
Année fiscale 2000 (1er avril 2000-31 mars 2001)			
	Milliards de yens	Variations en %	
		(1)	(2)
Recettes	52 377	3,1	2,3
Dépenses	84 987	3,8	-4,5
Service de la dette	21 965	10,8	10,8
Solde	-32 610	5,0	-13,8
Financement par emprunt	32 610	5,0	-26,9

(1) par rapport à la loi de finances 1999 initiale.  
(2) par rapport à la loi de finances 1999 rectifiée des deux collectifs.

Le poste de dépense le plus important après le service de la dette est celui de la sécurité sociale (16 768 milliards de yens), en hausse de 4,1 % par rapport au budget 1999 initial. Aucune réforme majeure n'est planifiée pour 2000 après les mesures importantes prises lors du précédent budget.

Les travaux publics absorbent le même montant que lors du précédent exercice fiscal, soit 9 430 milliards de yens, mais ce montant a été augmenté de 3500 milliards de yens à l'occasion du deuxième collectif budgétaire de novembre 1999. Afin de continuer à soutenir l'investissement en logement des ménages, la loi de finances 2000 prévoit aussi le prolongement jusqu'à une partie de 2001 de la déduction d'impôt pour les emprunts liés à la construction de logements (mesure adoptée dans la loi de finances initiale 1999). Cette mesure a eu un impact très positif sur l'investissement résidentiel au cours du premier semestre 1999.

La principale innovation du budget 2000 tient à la réforme du « deuxième budget », le Zaito ou FILP (Fiscal Investment and Loan Program). Alimenté par le Trust Fund Bureau (TFB), le FILP utilise l'argent de l'épargne postale et des fonds de pensions publics pour financer les prêts de onze institutions financières publiques. Il accorde également des crédits aux collectivités locales et dote certains comptes spéciaux du budget. Le TFB, sous la coupe du Ministère des Finances, collecte les dépôts du système postal.

Si la réforme a effectivement lieu, le montant du budget du FILP pourrait diminuer de 17 % à

43 670 milliards de yens. Le gouvernement doit en outre présenter un projet de loi à la session parlementaire actuelle visant à donner à la gestion du FILP une plus grande transparence et lui appliquer les règles des marchés financiers. Le dépôt obligatoire auprès du Ministère des Finances des fonds de l'épargne postale et des fonds de pension publics serait aboli, le TFB serait donc supprimé et les projets relevant du FILP seraient financés en faisant appel aux mécanismes du marché.

En ce qui concerne l'après-2000, l'ambiguïté domine. Le premier ministre, Keizo Obuchi, et son ministre des Finances, Kiichi Miyazawa, s'entendent pour dire que l'orientation de la politique budgétaire ne sera pas modifiée avant le complet rétablissement de la croissance économique, bien que la répétition des budgets de 1998 et 1999 soit clairement exclue du discours. Pourtant, les autorités japonaises reconnaissent elles-mêmes que la dette publique n'est pas soutenable à moyen terme, et des critiques de plus en plus nombreuses dénoncent la pratique de la relance économique par les travaux publics.

La dynamique de l'endettement public japonais reste explosive

Japon : compte des administrations publiques  
(année fiscale n 1er avril n - 31 mars n+1)

	1999	2000	2001
<i>Variations en %</i>			
<b>Recettes</b>	<b>-5,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>
<b>Dépenses</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>
Service de la dette	2,3	3,6	6,7
Primaires	1,7	2,7	1,1
Solde, mille mrds de yens	-41,1	-42,2	-40,0
en % du PIB	-8,7	-10,0	-9,0
Solde primaire, mille mrds de yens	-21,6	-22,0	-18,4
en % du PIB	-4,6	-5,2	-4,1
Dette brute, mille mrds de yens	501,3	487,7	543,4
en % du PIB	106,1	115,5	122,2

## Allemagne : coupes dans les impôts et dans les dépenses publiques

En 1999 le déficit de l'Etat fédéral allemand a reculé sous l'effet de deux facteurs. Le premier est la hausse des recettes fiscales, due en grande partie à la bonne conjoncture de l'industrie, et le second est le ralentissement de la progression des dépenses. En 1999 le total des prélèvements obligatoires a atteint un niveau record de 47,7 % du PIB contre 47,1 % en 1998.

Le gouvernement fédéral a adopté en août dernier un programme d'économies, ainsi qu'une réforme fiscale sur la période 2000-2003. Ces mesures ont été entérinées par le Parlement fédéral. Ce programme prévoit des économies totales cumulées de 30,4 milliards de DM en 2000 et de 38,4 en 2001.

Pour l'année 2000, le budget prévoit une baisse de 1,5 % des dépenses fédérales, alors qu'elles ont augmenté de 2,5 % en 1999. Toutefois, ces montants pourraient être modifiés si les nouvelles propositions gouvernementales de décembre 1999 sont adoptées ce printemps. Il s'agit de nouvelles réductions des dépenses et d'impôts sur

la période courant jusqu'à 2005 d'un montant supplémentaire de 44,2 milliards de DM. Les réductions d'impôts toucheraient plus particulièrement les entreprises.

La première loi sur les allègements fiscaux est en vigueur depuis 1999 et les ménages en ont déjà profité. En effet, les taux inférieurs des impôts sur le revenu sont ramenés de 25,9 % en 1998 à 22,9 % en 2000. Selon le nouveau plan présenté en décembre, mais pas encore adopté par le Parlement, les taux devraient être ramenés à 15 % en 2005. Pour les entreprises, le taux d'imposition sur les bénéfices est abaissé de 47 % en 1998 à 43 % en janvier 2000. Le taux applicable aux bénéfices non distribués est quant à lui ramené de 45 % en 1998 à 40 % en 1999. Dès 2001 le taux pour les bénéfices distribués ou non sera ramené à 25 %.

Pour compenser la baisse des recettes, le gouvernement a mis en place une écotaxe progressive avec les années. Ainsi, une taxe de six centimes annuelle par litre de carburants a été instaurée, ainsi qu'une taxe de 2 centimes par kWh en 1999 sur l'électricité qui doit être augmentée de 0,5 centime chaque année entre 2000 et 2003. Ces nouvelles taxes doivent rapporter 5,1 milliards DM à l'Etat fédéral en 2000 et 21,1 en 2003

Les dépenses de l'Etat vont aussi diminuer. Les salaires des fonctionnaires et les retraites seront indexés non plus sur la progression de l'indice général des salaires, mais sur celle de l'indice de prix à la consommation. L'économie prévue est de 3,1 milliards DM en 2001. Le domaine des subventions est aussi touché, puisque, par exemple, l'aide au logement

Le besoin de financement public allemand est ramené à 1,2 % du PIB

Evolution des recettes et des dépenses fédérales  
(en milliards de DM)

	1998	1999	2000	2001
Total des prélèv. obligatoires	1781,2	1846,3	1813,2	1800,0
en % du PIB	47,1	47,7	45,3	43,2
Dépenses	1845,6	1892,1	1863,2	1855,0
Solde	-64,5	-45,8	-50	-55
Solde (Maastricht) en % du PIB	-2,0	-1,2	-1,2	-1,3
Niveau de la dette en % du PIB	61,1	61,0	60,8	60,0

Source: Deutsche Bundesbank et calculs Rexecode.

(*Wohngeld*) diminue drastiquement de 2,7 milliards en 2001. Des coupes sont aussi prévues dans les postes. Ainsi le ministère de la Défense devrait perdre 1000 emplois cette année encore.

Au total, l'Allemagne va voir sa dette publique reculer, mais le déficit par rapport au PIB ne devrait pas se modifier compte tenu de la baisse des recettes fiscales. Les allègements d'impôts devraient améliorer sensiblement le pouvoir d'achat des ménages. Quant aux entreprises, la réforme fiscale pourrait exercer un frein sur la délocalisation de la production industrielle dans les pays de l'Est. Toutefois, compte tenu du haut niveau des salaires, l'attractivité de la place économique allemande ne devrait pas s'en trouver fortement accrue.

## France : allègements d'impôt sans inflexion des dépenses

Alors que la loi de finances initiale de 1999 prévoyait une stabilisation de la dette et une réduction du déficit de 0,6 % du PIB, les premières évaluations des comptes nationaux révèlent une amélioration plus nette des finances publiques. Ainsi, en 1999, pour l'ensemble des administrations publiques, le déficit (besoin de financement des administrations publiques au sens de la comptabilité nationale) s'est établi à 155,7 milliards de francs, soit à -1,8 % du PIB contre -2,7 % en 1998 et -3 % en 1997.

Cette réduction plus marquée du déficit public tient exclusivement au dynamisme des recettes. Les

prélèvements obligatoires ont progressé de 5,1 % de sorte que le taux de prélèvements obligatoires s'est encore accru pour s'établir au niveau record de 45,6 % du PIB. Parallèlement, les dépenses publiques en termes réels sont supérieures aux chiffres indiqués dans le programme initial en raison d'une inflation plus faible que prévu et d'un nouveau dérapage des dépenses de santé et des dépenses des collectivités locales.

La diminution du déficit public a contribué à la réduction du poids de la dette publique. Celle-ci est ressortie à 5179,5 milliards de francs en 1999 pour représenter 58,6 % du PIB (contre 59,3 % en 1998).

L'amélioration des finances publiques s'explique en premier lieu par celle des finances de l'Etat. Au sens de la comptabilité nationale, le déficit de l'Etat s'élève à 219,2 milliards de francs (soit 2,5 % du PIB) en 1999 contre 257,3 milliards (3 % du PIB) en 1998.

Les dépenses du budget général (hors fonds de concours), se sont établies à 1664,6 milliards de

La réduction des déficits publics marque le pas en France

Éléments du compte des administrations publiques françaises				
	1998	1999	2000	2001
<b>Recettes (variations en %)</b>	<b>2,8</b>	<b>4,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>
<b>Dépenses (variations en %)</b>	<b>2,2</b>	<b>3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>
Primaires	2,4	3,3	3	3,3
Frais financiers	-1,1	-1,2	-0,5	+0,3
Solde primaire (en % PIB)	0,4	1,2	1,2	1,3
<b>Déficit public (en % PIB)</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,5</b>
Dette publique (en % PIB)	59,3	58,6	58	57
Dépenses publiques (en % PIB)	53,9	53,8	52,9	52,2
Taux de prélèvements obligatoires	44,8	45,6	44,9	44,6

Source : INSEE, estimation REXECODE.

francs, en hausse de 5 % par rapport à 1998, en ligne avec les prévisions de la loi de finances initiales. Parallèlement, les recettes (hors fonds de concours) ont progressé de 8,7 % alors que la loi de finances initiales pour 1999 prévoyait une hausse de 7,3 %. Les recettes de la TVA ont été moins fortes que ne le prévoyait la loi de finances en raison d'une hausse plus faible des prix. En revanche, les recettes au titre de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les sociétés ont progressé respectivement de 9,7 et 24,4 % (contre 6,2 % et 7,9 % dans les prévisions de la loi de finances pour 1999).

Si la pression fiscale de l'Etat s'est fortement accrue, en revanche les prélèvements obligatoires des collectivités locales n'ont progressé que de 0,7 % en 1999, ce qui s'explique par une stabilisation, voire une baisse des taux d'imposition dans de nombreuses collectivités locales. Soulignons que la situation des collectivités locales n'a cessé de s'améliorer depuis le milieu des années 1990. Elles dégagent une capacité de financement depuis 1996, qui n'a cessé de s'accroître pour s'établir à 34,6 milliards de francs en 1999.

**Forte hausse des recettes en 1999, fruit de la bonne croissance économique française**

Enfin, malgré une dérive des dépenses de santé, le secteur des administrations de Sécurité sociale est devenu excédentaire (+14,6 milliards de francs), ce qui s'explique par les bonnes rentrées de cotisations et de CSG (+4,8 %) mais également par la prise en charge par l'Etat d'un remboursement d'une tranche d'un emprunt souscrit par l'UNEDIC pour 10 milliards de francs.

Le programme pluriannuel de finances publiques prévoit la poursuite de la réduction du déficit qui devrait être compris entre -0,5 % et -0,3 % du PIB en 2003 et une diminution du poids de la dette. Les hypothèses macroéconomiques qui sous-tendent ces prévisions sont une croissance du PIB en volume comprise entre 2,5 % et 3 % l'an (entre 3,8 et 4,3 % en nominal), soit des hypothèses assez prudentes.

La stratégie budgétaire affichée est fondée sur une maîtrise des dépenses publiques en termes réels, dont la croissance en moyenne serait plafonnée à 1,3 % en volume sur la période 2000-2003.

Les dépenses des administrations publiques locales progresseraient à un rythme équivalent à celui observé sur la période 1999-2000, soit de 1,9 % par an, malgré une reprise des dépenses liées à l'aide médicale gratuite par les administrations de Sécurité sociale.

Les dépenses de l'Etat progresseraient de 0,3 % par an malgré la diminution de la charge d'intérêt liée à la dette. En effet, les dépenses de la fonction publique devraient poursuivre leur progression en volume du fait de l'évolution des rémunérations et de la sta-

**Budget 1999 et loi de finances initiale 2000**

	1999 (mrd F)	Exécution 1999/98 (variations en %)	LFI 2000/99
<b>Recettes du budget général (hors fonds de concours)</b>	<b>1449,3</b>	<b>8,7</b>	<b>-0,2</b>
Recettes fiscales nettes	1565,6	7,8	-0,9
dont impôts sur le revenu	333,6	9,7	1,3
impôts sur les sociétés	229,7	24,4	-0,1
TIPP	161,7	5,1	3,3
TVA nette	671,1	4,5	1,5
autres	169,5	1,0	-19,9
Recettes non fiscales	168,4	6,8	10,3
<b>Dépenses du budget général (hors fonds de concours)</b>	<b>1664,6</b>	<b>5,0</b>	<b>0,1</b>
dont charge de la dette	244,7	-2,2	

bilisation des effectifs, les dépenses en faveur de l'emploi devraient s'accroître et les prélèvements au profit des collectivités locales et de l'Union européenne devraient connaître une croissance plus importante que celle des dépenses du budget général (en raison de la montée en puissance de la réforme de la taxe professionnelle et des conséquences de l'accord de Berlin sur la contribution française au budget communautaire).

Les dépenses des administrations sociales ralentiraient légèrement, progressant de 1,8 % en 2000 et de 1,4 % par an en moyenne entre 2001 et 2003 en raison d'une modération de dépenses de la branche maladie. Les dépenses de la branche vieillesse continueraient en revanche de croître au rythme de 1,9 % par an, sous l'hypothèse d'absence de modification du système de retraite.

Parallèlement, le taux de prélèvements obligatoires devrait diminuer régulièrement pour revenir en dessous de 44 % en 2003. Dans le projet de loi de finance initial pour 2000, diverses mesures d'allègements d'impôts ont été prises pour un montant total de 40 milliards de francs.

Les plus-values de 1999 et la révision à la hausse des perspectives de croissance pour 2000 (entre 3,4 et 3,8 % en volume et hausse des prix de 1,2 %) se traduisent cette année par un surplus de recettes pour l'Etat, évalué à 50 milliards de francs par le Gouvernement. L'allocation de ces ressources fera l'objet d'un collectif budgétaire au printemps. Selon les premières informations disponibles, 40 milliards des recettes supplémentaires seront consacrées à une réduction de

la taxe d'habitation (suppression de la part régionale pour un montant de 11 milliards), à un allègement de l'impôt sur le revenu pour les contribuables les plus modestes (pour un montant de 11 milliards) et enfin à une réduction d'un point du taux de TVA (de 20,6 % à 19,6 % qui sera effective dès le 1er avril pour un montant de 18 milliards) en 2000. Enfin, un cinquième du surplus sera utilisé pour le financement de dépenses exceptionnelles (dommages causés par les intempéries (5 milliards), dépenses de fonctionnement des hôpitaux pour 2 milliards, dépenses supplémentaires pour l'éducation).

Selon nos prévisions, compte tenu des récentes mesures budgétaires, la croissance serait proche de 3,7 % en volume en 1999, la croissance des prix à la consommation étant très modérée (+1 %). L'augmentation des dépenses (+0,1 % du PIB) et la réduction des impôts (directs et indirects pour un montant de 40 milliards soit 0,4 % du PIB) devraient se traduire par une réduction limitée du déficit. Soulignons que le Gouvernement a annoncé une hausse du montant du déficit de l'Etat qui serait compensée par l'amélioration de la situation financière des administrations de Sécurité sociale. Il est en effet possible que la forte croissance se traduise par une « cagnotte sociale », restée jusqu'ici hors du débat.

Si à moyen terme, le déficit public ne devrait pas dépasser à nouveau le seuil de 3 %, il semble néanmoins qu'en l'absence d'un programme de réduction des dépenses et au vu des discussions actuelles sur l'allocation des surplus engendrés par la bonne tenue de la croissance, la réduction de la dette ne se réalisera que lentement.

## Royaume-Uni : maintien d'un excédent budgétaire jusqu'en 2001

Depuis 1998, le compte des administrations publiques est redevenu excédentaire. Pour 1999, en année calendaire et d'après les dernières estimations officielles communiquées à Eurostat, il s'est élevé à 1,2 % du PIB, soit à environ 11 milliards de livres après 2,5 milliards en 1998. C'est la première fois depuis 1971 que l'excédent est supérieur à 1 % du PIB. Il a même largement dépassé les prévisions que le trésor avait actualisées en novembre 1999 dans le « Pre-Budget Report » et qui faisaient état d'un surplus, en année fiscale, de seulement 0,3 % du PIB.

L'apparition et l'élargissement de l'excédent budgétaire s'expliquent à la fois par la maîtrise des dépenses et par de fortes rentrées

fiscales consécutives 1) à un élargissement de la base fiscale de l'impôt sur le revenu en 1998 2) à l'accélération de la croissance depuis le printemps 1999 3) à la consolidation de la pression fiscale indirecte.

Depuis 1998, les recettes représentent un peu plus de 39 % du PIB. La pression fiscale directe mesurée par l'impôt sur le revenu et le patrimoine et l'impôt sur les sociétés rapportés au PIB en valeur a augmenté de deux points entre 1997 et 1999. Tant l'impôt sur le revenu et le patrimoine que l'impôt sur les sociétés ont connu une progression très nettement supérieure au PIB en valeur.

L'impôt sur le revenu et le patrimoine a augmenté de 25 % entre 1997 et 1999 à comparer avec une croissance nominale du PIB de 10 %. D'une part, une pause est intervenue dans la baisse des taux marginaux d'imposition et parallèlement les déductions à la source au titre des intérêts d'emprunt hypothécaires ont été réduites. D'autre part, la modification du système de déclaration fiscale en 1998 s'est traduite par une augmentation de la base imposable. Pour ce qui concerne l'impôt sur les sociétés, hors prélèvements exceptionnels sur les profits des grandes sociétés de distribution d'eau et d'électricité et de transport (2,6 milliards de livres fin 1997 et fin 1998), les recettes fiscales ont progressé de 17 % entre 1997 et 1999.

La suppression du système d'avances provisionnelles (*Advance Corporation Tax*) et la mise en place conjointe d'un versement trimestriel de l'impôt d'une part, le gonflement des recettes tirées de

La croissance et la rigueur budgétaire ont conduit au Royaume-Uni à un excédent des comptes publics

### Compte des administrations publiques du Royaume-Uni

	1996	1997	1998	1999
<b>Recettes en % du PIB</b>	<b>37,4</b>	<b>38,0</b>	<b>39,4</b>	<b>39,2</b>
dont impôts directs	14,9	15,1	16,4	17,0
impôts indirects (nets de subvention)	12,5	13,0	13,1	13,1
cotisations sociales	6,8	6,9	7,0	6,9
<b>Dépenses en % du PIB</b>	<b>41,7</b>	<b>40,0</b>	<b>39,1</b>	<b>38,0</b>
dont consommation publique	19,4	18,4	18,2	18,2
prestations sociales	14,9	14,5	13,8	13,5
Formation brute de capital	1,5	1,2	1,2	1,0
charge d'intérêts	3,7	3,7	3,6	2,9
Solde total en mrds de £	-32,9	-16,3	2,5	11,0
en % du PIB	-4,4	-2,0	0,3	1,2
Solde primaire	-4,9	+13,6	33	36,8
en % du PIB	-0,7	1,7	3,9	4,1
Dette brute en mrds de £	397,3	408,8	409,8	408,5
en % du PIB	52,6	50,8	48,4	46,0

Source : ONS.

l'exploitation du pétrole d'autre part, ont plus que compensé la poursuite de la baisse des taux marginaux. Quant à la pression fiscale directe (impôts indirects nets de subventions), elle a continué de s'alourdir de manière très progressive sous l'effet notamment des hausses en termes réels des droits d'accise sur l'essence, l'alcool et le tabac.

En pourcentage du PIB, les dépenses sont passées en dessous de la barre des 40 % depuis 1998. Si la consommation publique s'est stabilisée légèrement au-dessus de 18 %, l'effort d'investissement (formation brute de capital fixe rapportée au PIB) a continué de diminuer atteignant 1 % en 1999. Le repli, en pourcentage du PIB, des prestations sociales s'explique évidemment par la baisse du chômage, l'Etat ne supportant qu'une part limitée de la charge des retraites. La surprise vient surtout de l'allègement de la charge de la dette qui serait passée de 3,7 % du PIB en 1997 à 2,9 % en 1999. D'une part, la dette brute en pourcentage du PIB recule depuis 1997 atteignant 46 % fin 1999. D'autre part, entre la mi-1996 et la fin 1998, les taux d'intérêt à 10 ans ont été divisés par deux passant de 8 % à 4 %.

Les dernières projections officielles, calées sur un excédent de 0,3 % pour l'exercice fiscal avril 1999-mars 2000, prévoient le maintien d'un surplus budgétaire jusqu'à l'exercice fiscal 2001-2002 et un retour au déficit au-delà, mais qui ne dépasserait pas 0,5 % du PIB à l'horizon de la projection (2004-2005). Il est très probable que pour l'exercice à venir (avril 2000-mars 2001) et sauf nouvelles mesures budgétaires qui ne seront dévoilées qu'à la fin du mois de

Perspectives officielles de finances publiques			
en % du PIB	1999-2000(*)	2000-2001(*)	2001-2002(*)
Solde du compte des administrations publiques	-0,3	-0,2	-0,2
Dette brute	44,9	43,1	41,3
(*) année fiscale débutant au 1er avril et finissant au 31 mars			
Source : UK convergence programme - HMT - dec. 1999			

mars, l'excédent sera supérieur à celui de l'exercice 1999-2000 et *a fortiori* à celui retenu dans les projections officielles. D'une part, l'accélération actuelle des salaires et des bonus devrait se traduire à nouveau par de fortes rentrées fiscales au titre de l'impôt sur le revenu et ce, malgré la baisse du barème de base de 23 % à 22 % qui interviendra au 1er avril 2000. D'autre part, la baisse du montant de la dette en 1999 devrait permettre d'alléger à nouveau sa charge malgré la remontée des taux d'intérêt tout au long de l'année dernière.

**Poursuite de la réduction du ratio de dette publique**

### Italie : un taux d'endettement public qui reste préoccupant

L'ISTAT vient de publier les comptes des administrations publiques pour l'année 1999. Après avoir attiré sur elle les foudres de la Banque Centrale Européenne pour avoir annoncé en mai dernier une dérive des déficits à 2,4 % du PIB en 1999, l'Italie est finalement parvenue à réduire son déficit à 1,9 % du PIB. Globalement et malgré le ralentissement conjoncturel, l'exercice se révèle donc nettement meilleur que ce qui était prévu en mai dernier.

La collecte des impôts directs affiche une hausse de 8,3 % sur un an, alors que les dépenses ne dépassent pas le niveau fixé dans le plan de financement sur quatre ans des administrations publiques (DPEF : *Documento di Programmazione Economico-Finanziaria 2000-2003*) présenté en juin dernier. Ces meilleures rentrées fiscales sont le résultat des efforts fournis par l'administration dans le recouvrement des impôts ainsi que des bons résultats des entreprises italiennes en 1998 qui ont gonflé le montant de l'impôt sur les sociétés perçu en 1999.

Le ratio de la dette publique (estimé à 114,7 % du PIB) est conforme aux prévisions du programme initial, les recettes confortables tirées (estimées à 0,7 point de PIB en 1999) des opérations de privatisations ayant compensé l'incidence négative de la moindre croissance. Le DPEF, qui a été révisé le 18 décembre 1999 lors du vote au Parlement de la loi de finances pour l'année 2000, prévoit le retour à l'équilibre en 2003. Ce résultat proviendrait de l'augmentation du surplus primaire à hau-

teur de 0,3 % du PIB entre 1999 et 2003 et de la réduction de la charge d'intérêt pour près de 1,5 % du PIB sur la même période. Ces évolutions conduiraient à ramener le ratio de dette à hauteur de 100 % du PIB en 2003.

Le niveau des prélèvements obligatoires baissera de 2 % du PIB d'ici à 2003 (43,3 % en 1999). Avec 45 000 milliards de liras (23,2 milliards d'euros) de baisses d'impôts étalées sur quatre ans (2000-2003), l'Italie amorce une décroissance de la pression fiscale qui commence avec une réduction de 10 300 milliards en 2000. Pénalisée par une dette publique élevée, l'Italie s'engage sur un programme moins ambitieux que d'autres pays européens. Sur ces quatre années, les dépenses primaires se réduiraient de 2,2 points de PIB (de 42 % du PIB en 1999 à 39,8 % du PIB en 2003).

Le scénario macroéconomique central du programme actualisé table sur une accélération progressive de la croissance du PIB réel, qui passerait de 1,3 % en 1999 à près de 2,9 % en 2003. Jusqu'en 2001, selon nos prévisions, la reprise pourrait être plus vigoureuse. Aussi, les recettes fiscales pourraient se montrer plus fortes que prévu dans le plan de programmation, et la pression fiscale pourrait reculer difficilement. Les prévisions relatives aux paiements d'intérêts ont été fortement revues à la baisse, mais les changements opérés dans la gestion de la dette (augmentation de la maturité moyenne de la dette et augmentation de la part de la dette à taux fixe dans la dette totale) devraient compenser la hausse des taux d'intérêt.

Un excédent primaire de 5 % du PIB éliminerait le déficit global en 2003

#### Perspectives officielles de finances publiques

	1999	2000	2001	2002	2003
<i>(en % du PIB)</i>					
<b>Recettes</b>	<b>46,9</b>	<b>46,3</b>	<b>45,8</b>	<b>45,3</b>	<b>44,9</b>
<b>Dépenses</b>	<b>48,8</b>	<b>47,8</b>	<b>46,9</b>	<b>45,8</b>	<b>45,0</b>
Frais financiers nets	6,8	6,5	6,2	5,7	5,3
Primaires	42,0	41,3	40,8	40,1	39,8
Solde	-1,9	-1,5	-1,1	-0,5	-0,1
Solde primaire	4,9	5,0	5,1	5,1	5,2
Dette	114,7	111,7	108,5	104,3	100
<i>Hypothèses de l'environnement macroéconomique</i>					
Croissance du PIB (%)	1,4	2,2	2,6	2,8	2,9
Déflateur du PIB	1,5	1,7	1,7	1,7	1,6
Taux d'intérêt (12 mois)	3,7	3,7	4,2	4,7	5
<i>Source : Programma di stabilità dell'Italia et DPEF (décembre 1999).</i>					

La baisse du ratio de la dette sur le PIB semble donc bien engagée. Selon nos estimations, une faible croissance annuelle du PIB nominal de 3,5 %, combinée à un déficit de 0,3 % du PIB permettrait tout de même de ramener le ratio dette sur PIB à 60 % en 2020. Cependant, l'équilibre des dépenses sociales reste un problème majeur. Les réformes des retraites initiées en 1995 et 1997 doivent être rediscutées en 2001. Le gouvernement a récemment fait des propositions visant à promouvoir les régimes de retraite par capitalisation (TFR).

La loi de finances pour l'année 2000 repose sur la base d'une croissance de 2,2 %, d'une stabilisation des taux d'intérêt et du niveau de l'inflation à 1,7 % par an. Elle ne porte pas sur la question des retraites (qui sera discutée au printemps 2001) à l'exception d'une contribution de solidarité de 2 % qui portera en 2000 sur les retraites les plus élevées, supérieures à 138 millions de liras par an (douze fois le minimum vieillesse), ainsi que sur quelques régimes spéciaux « privilégiés », mais qui ne sera perçue qu'en 2001. La principale mesure du projet de la loi de finances concerne les allègements fiscaux qui porteront sur 10 300 milliards de liras. L'impôt sur le revenu diminuera de 6 000 milliards de liras pour les ménages (IRPEF), le taux marginal inférieur de l'IRPEF passant de 27 % à 26 % et des réductions d'impôt étant accordées aux primo-acquéreurs de logements.

Dans le secteur de la construction, le taux de la TVA est réduit de 20 à 10 % et la taxe sur les transferts de propriété immobilière est réduite d'un point pour un total de 3 500 milliards de liras. Enfin, la loi Visco est prolongée en 2000 : les

profits réinvestis dans les biens d'équipements autres que les moyens de transport bénéficient d'un abattement d'impôt de 19 % pour un montant total estimé à 1 000 milliards de liras.

## **Espagne : sur la voie de l'excédent budgétaire en 2002**

Pour l'exercice écoulé, les administrations publiques ont dégagé un excédent primaire équivalent à 2,5 % du PIB, de sorte que le besoin de financement s'est établi à 1,1 % du PIB (6,3 milliards d'euros), un résultat un peu meilleur que ce qui était initialement escompté (1,3 % du PIB). Il faut remonter à 1977 pour obtenir un si faible ratio de déficit public. Il est vrai qu'à l'époque la dette publique ne représentait que 14 % du PIB, contre 63,5 % en 1999.

L'ajustement budgétaire espagnol mené ces dernières années est impressionnant, puisqu'en 1995, le déficit public équivalait à 7 % du PIB, et que selon les hypothèses du programme de stabilité espagnol, les comptes publics redeviendraient excédentaires en 2002. Certes, la forte croissance espagnole enregistrée depuis 1996 engendre des recettes fiscales et facilite la réduction des déficits. Mais cette croissance est elle-même, en partie, le résultat des réformes touchant la fiscalité des entreprises et des ménages.

Les mesures adoptées ont globalement abouti à un allègement des taux d'imposition, mais elles ont surtout visé à simplifier la fiscalité et à éliminer les distorsions, dont

certaines entravaient le travail des femmes ou les investissements à l'étranger des entreprises. En 1995, une loi a modifié l'impôt sur les sociétés, unifiant la base fiscale, simplifiant les règles d'amortissement des actifs, éliminant la double imposition des dividendes au sein des groupes et réduisant le taux d'imposition du bénéfice des PME.

Du côté des personnes physiques, la réforme de l'impôt sur le revenu de 1998, complétant celle de 1991, a réduit le nombre des tranches d'impositions (de dix à six), abaissé les taux marginaux d'imposition (qui varient entre 15 % à 48 % au lieu d'une fourchette précédente allant de 20 % à 56 %) et simplifié les mesures complexes d'exonérations qui encourageaient l'évasion fiscale.

L'autre volet de l'ajustement budgétaire a concerné la réduction des dépenses primaires, les charges d'intérêt se réduisant en outre du fait de la convergence des taux d'intérêt espagnols, dans un contexte de désinflation vers les niveaux européens. Depuis 1995, les dépenses primaires ont augmenté de 4,4 % par an alors que le PIB en valeur progressait de 6,3 % par an ; elles représentaient en 1999 37,4 % du PIB. La charge de la dette ne représente plus que 3,6 % du PIB contre 5,5 % en 1995.

Au total, compte tenu d'une prévision de croissance du PIB en volume de 3,9 % en 2000 et 3,3 % en 2001, et d'une prévision d'inflation des prix du PIB respectivement de 2,9 % et 2,4 %, le besoin de financement public devrait se réduire, conformément au plan de stabilité, à 0,4 % en 2001. Pour ce faire, l'excédent budgétaire primaire s'élèverait d'un demi-point de PIB en deux ans pour ressortir à 3,1 % du PIB. Au terme de notre horizon, l'Espagne satisferait enfin le critère de Maëstricht relatif au taux d'endettement public, en ramenant sa dette sous le seuil des 60 % du PIB, ce qui ne s'était pas produit depuis 1992. ■

En Espagne, le ratio de dépenses publiques continue de baisser

#### Comptes des administrations publiques espagnoles

% du PIB	1999	2000	2001
Recettes	39,9	39,9	39,9
Dépenses	41,0	40,5	40,2
- primaires	37,4	36,9	36,8
- charge d'intérêt	3,6	3,5	3,5
Solde budgétaire primaire	2,5	2,9	3,1
Solde budgétaire total	-1,1	-0,6	-0,4
Dette publique	63,5	61,9	59,7

## Sommaire des numéros antérieurs

*(les numéros 1 à 35 ont été publiés sous le timbre Revue de l'Ipecode)*

---

- N°1 (mars 1983) - Le modèle ICARE  
N°2 (juillet 1983) - Perspectives pour l'économie française 1983  
N°3 (novembre 1983) - Perspectives pour l'économie française 1983-1984  
N°4 (février 1984) (1) - Le partage de la valeur ajoutée dans l'économie française 1970-1982  
N°5 (juin 1984) - Perspectives pour l'économie française 1984-1985  
N°6 (novembre 1984) (1) - Rentabilité et endettement des entreprises françaises
- N°7 (février 1985) - L'encadrement du crédit : abolition ou consolidation ?  
N°8 (juin 1985) - Perspectives pour l'économie française 1985-1986  
N°9 (octobre 1985) - Performances des entreprises françaises 1970-1984  
N°10 (décembre 1985) (1) - L'économie française en 1985 et 1986
- N°11 (mars 1986) (1) - Le coût des licenciements et son incidence sur l'emploi  
- La dette publique française  
N°12 (juin 1986) (1) - Perspectives pour l'économie française 1986-1987  
- Du bon usage du contre-choc pétrolier  
N° Hors Série (oct. 86) (1) - L'agriculture française en 1986  
N°13 (décembre 1986) - Prévisions monétaires et financières pour 1976-1987  
- Comportement financier des ménages  
- Comportement financier des entreprises.  
N°14 (décembre 1986) - L'économie française en 1986-1987
- N°15 (avril 1987) - Perspectives pour l'économie française 1987-1988  
- La libération des prix des services :  
dérapages ou rattrapages ?  
N°16 (juin 1987) - Le rôle des réserves obligatoires dans la politique monétaire  
- La collecte des liquidités depuis 1970  
- Le coût du travail en France et en Allemagne  
N° Hors Série (oct. 1987) (1) - L'agriculture française en 1987  
N°17 (novembre 1987) (1) - La politique de taux d'intérêt des grandes banques centrales  
- Les importations françaises : une analyse statistique  
N° 18 (décembre 1987) - Le cours des actions françaises et américaines  
- Les conséquences de la crise boursière  
sur les comportements de dépense  
- Le développement récent du crédit à la consommation  
- Trois scénarios pour l'économie mondiale  
- L'économie française en 1988
- N° 19 (avril 1988) - Les dépenses des administrations publiques  
en France et en Allemagne  
- Déficit public et déficit extérieur ? Y a-t-il un lien ?  
- L'économie française jusqu'en 1992  
- Le degré de liberté de la politique économique  
N° 20 (juillet 1988) - Perspectives pour l'économie française 1988-1989  
- Les faillites d'entreprises  
- Réflexions sur la fonction de demande de monnaie aux Etats-Unis  
N° 21 (octobre 1988) - L'économie française en 1988 et 1989  
- La transmission des fluctuations boursières : un peu d'économétrie  
N° 22 (décembre 1988) - De 1988 à 1989, à travers le modèle ICARE réestimé  
de l'IPECODE  
- ICARE 1980, le modèle en nouvelle base de comptabilité nationale  
- La situation financière du secteur Textile-Habillement

N°23 (avril 1989)	- 1989-1990, l'inflexion dans la continuité - Perspectives pour l'économie française 1989-1990 - La rémanence de la TVA en France, les conséquences de la suppression de la TVA grévant les produits pétroliers blancs
N°24 (juillet 1989)	- 1989-1990, quelle inflexion, quelle continuité ? - Les nouvelles prévisions conjoncturelles de l'IPECODE - Une augmentation des investissements formation - Les statistiques d'investissements formation
N° 25 (octobre 1989)	- Perspectives pour l'économie française 1989-1990
N°26-27 (avril 1990)	- L'économie mondiale en 1990 et 1991 - L'économie française en 1990-1991 - Un modèle conjoncturel international : IMAGE - L'investissement dans le modèle ICARE - L'agriculture française face aux nouvelles données européennes et mondiales
N° 28 (juillet 1990)	- Croissance et répartition : des contraintes inévitables - L'économie mondiale à l'horizon 1995 : des raisons d'optimisme - Projections de l'économie française jusqu'en 1995
N° Hors Série (sept. 1990)(1)	- Les effets des "chocs d'août 1990" sur l'économie française
N° 29 (décembre 1990)	- Une projection de l'économie française pour 1991-1992
N° Hors Série	- Les marges de la politique économique au printemps 1991
(n°s 30-31) (avril 91) (1)	- Perspectives économiques pour 1991-1992
N° Hors Série (n°32) (juillet 1991) (1)	- S'il se prolongeait, le recul de l'investissement pèserait sur les perspectives économiques françaises
N°Hors Série (n°33) (octobre 1991) (1)	- Politique Economique et Perspectives pour 1992
N° Hors série (n°34) (janvier 1992) (1)	- Le « choc » de la crise du Golfe a-t-il durablement modifié le comportement de consommation des ménages ?
N° 35 (avril 1992)	- Perspectives Economiques pour 1992 et 1993
N° 36 (juillet 1992)	- L'entreprise et la pratique de l'intéressement
N° 37 (octobre 1992)	- 1993 : à la recherche d'une stratégie économique - Perspectives d'environnement international pour 1992 et 1993 - Perspectives de l'économie française pour 1992 et 1993 - Dévaluation et taux d'intérêt
N° 38 (janvier 1993)	- Déficit et dettes publiques dans les pays de la CEE : « l'effet boule de neige »
N° 39 (avril 1993)	- La situation économique en Russie : faits, analyses et perspectives - Perspectives économiques 1993-1994
N° 40 (juillet 1993)	- La situation financière des entreprises françaises au début 1993 - Allemagne : après la réunification, une consolidation laborieuse - Agriculture : quelques enjeux macroéconomiques et commerciaux liés à la réforme de la PAC - R&D et performances à l'exportation
N° 41 (octobre 1993)	- Indicateurs des cycles conjoncturels 1974-1993 - Perspectives économiques 1993-1994
N° 42 (janvier 1994)	- Points de vue sur le commerce mondial
N° 43 (avril 1994)	- Perspectives économiques 1994-1995
N° 44 (juillet 1994)	- Effort pour l'environnement des entreprises françaises - Tendances du commerce extérieur et de la compétitivité française - Evolution des placements et de l'endettement des ménages en France

- N° 45 (octobre 1994)
- Perspectives économiques 1994-1995
  - La situation financière des entreprises françaises
  - Les erreurs de mesure des comptes trimestriels
  - Performances comparées à l'exportation
- N° 46 (janvier 1995)
- Peut-on expliquer les fluctuations récentes du change dollar/mark ?
  - Le marché des bureaux analysé du côté de la demande
  - Une prévision à court terme de l'investissement productif au Japon
  - Population et PIB : un aperçu des tendances longues
- N° 47 (avril 1995)
- Perspectives économiques 1995-1996
  - Quelques aspects statistiques de la réunification allemande
- N° 48 (juillet 1995)
- Industrie 1995 : le rapport de Rexecode pour le G.f.i
- N° 49 (octobre 1995)
- Perspectives 1995 - 1996
- N° 50 (février 1996)
- Le transport de marchandises : comment mesurer le service rendu
  - Graphiques du cycle conjoncturel
- N° 51 (avril 1996)
- Perspectives 1996 - 1997
- N° 52 (juillet 1996)
- Industrie 96 : relancer l'industrie par l'innovation
  - L'industrie française dans l'expectative
  - L'excédent industriel augmente, les parts de marché reculent
  - Le cercle vertueux de l'innovation
  - Des positions françaises meilleures en recherche qu'en innovation
  - Renforcer notre capacité d'innovation
- N° 53 (octobre 1996)
- Perspectives conjoncturelles meilleures, mais l'ajustement structurel reste indispensable
  - Perspectives de l'économie française
  - Perspectives mondiales
  - Une comparaison des finances publiques de la France et de l'Allemagne
  - Notre problème actuel est-il vraiment la déflation ?
- N° 54 (1er trim. 1997)
- Quels effets attendre de la loi Robien
  - L'apport de la cotation en bourse
  - La Corée du Sud à la recherche d'un nouvel équilibre
  - Perspectives démographiques mondiales
  - Projections démographiques dans cinq grands pays européens
- N° 55 (2ème trim. 1997)
- Perspectives de l'économie française
  - Perspectives de l'économie mondiale
  - Tableaux de la convergence européenne
  - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 56 (3ème trim. 1997)
- L'Europe contrainte au changement structurel
  - Dépenses publiques et emploi : l'exemple des Pays-Bas
  - Perspectives de la croissance asiatique
  - Trois questions sur l'euro
- N° 57 (4ème trim. 1997)
- Des concepts pour un bon diagnostic économique : profitabilité et surplus de productivité.
  - Perspectives de l'économie française
  - Perspectives de l'économie mondiale
  - Dépenses publiques françaises : une mise en perspective internationale
  - Supplément au n°57 : retrouver le chemin de l'investissement industriel
- N° 58 (1er trim. 1998)
- Editorial : 35 heures entre utopies et réalité
  - Incidence des charges fiscales et sociales sur la localisation d'activité
  - Les performances comparées de l'Europe et des Etats-Unis
  - La conjoncture brésilienne en 1997
  - Une comparaison de l'emploi dans le commerce de détail en France et aux Etats-Unis

- N° 59 (2ème trim. 1998) - Editorial : la conjoncture est favorable à l'euro  
 - Perspectives économiques de l'économie mondiale pour 1998 et 1999  
 - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 60 (3ème trim. 1998) - Editorial : le paradoxe de la compétitivité industrielle française  
 - La compétitivité industrielle française à la veille de l'euro
- N° 61 (4ème trim. 1998) - Editorial : pour une méthode budgétaire plus prudente  
 et plus réactive  
 - Les perspectives économiques pour 1998 et 1999  
 - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 62 (1er trim. 1999) - Editorial : la convergence fiscale ne progresse pas dans la zone euro  
 - Une comparaison économique de la France et des Pays-Bas  
 - L'investissement productif en France
- N° 63 (2ème trim. 1999) - Editorial : l'euro apportera-t-il à l'Europe une croissance  
 à l'américaine ?  
 - Perspectives économiques pour 1999 et 2000  
 - Perspectives de l'économie française  
 - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 64 (3ème trim. 1999) - Editorial : législation protectrice de l'emploi  
 et performance du marché du travail  
 - Perspectives 1999-2003  
 - Perspectives françaises  
 - Les scénarios des 35 heures  
 - Perspectives mondiales  
 - Graphiques des cycles conjoncturels
- N° 65 (4ème trim. 1999) - Editorial : penser l'avenir bien au-delà de l'an 2000  
 - Perspectives économiques pour 1999-2000  
 - Perspectives de l'économie mondiale  
 - Perspectives de l'économie française  
 - Une évaluation sectorielle de l'impact *ex ante* des 35 heures
- N° 66 (1er trim. 2000) - Editorial : quelle croissance longue pour l'économie française ?  
 - Quatre aspects de la nouvelle économie :  
 La réalité du New Age n'est pas prouvée - *Anton Brender*  
 L'avènement du travail polyvalent - *Daniel Cohen*  
 Nouvelle économie et nouvelles technologies - *Michel Didier*  
 La France sur les traces des Etats-Unis ? *Jean Pisani-Ferry*

# revue de Rexecode

---

n° 67  
2ème trimestre 2000

Rexecode  
Centre de Recherches pour l'Expansion de l'Economie  
et le développement des Entreprises

---

Un centre d'études économiques indépendant  
ouvert aux entreprises

Créé en 1957, Rexecode est la première association française de recherches et d'études économiques privée et indépendante tournée vers l'entreprise. Rexecode est ouvert à toute entreprise ou organisation professionnelle soucieuse d'être directement et immédiatement informée des changements économiques en cours et de soutenir les objectifs de l'association. Rexecode compte aujourd'hui environ une centaine d'adhérents parmi les tous premiers groupes industriels ou financiers français.

#### Une veille conjoncturelle permanente

Rexecode assure une veille conjoncturelle permanente grâce à des données mises à jour et vérifiées quotidiennement, à des analyses régulières de la conjoncture et à une exploration des tendances probables de l'économie française et internationale. Les analyses des économistes de Rexecode font l'objet de documents écrits, adressés aux adhérents à des fréquences hebdomadaires, mensuelles, trimestrielles ou annuelles. Elles sont régulièrement présentées et discutées au cours de réunions de travail qui permettent un échange avec l'équipe de Rexecode mais aussi entre les adhérents.

#### Un regard d'entreprise sur la politique économique

Outre ses travaux d'analyse conjoncturelle, Rexecode est consulté en tant qu'expert au sein d'instances telles que le Groupe Technique de la Commission des Comptes de la Nation, les Commissions du Plan, les groupes GPA du Medef. Il intervient de la même manière auprès des pouvoirs publics et des commissions des assemblées parlementaires pour leur apporter une vision d'entreprise sur la politique économique. Il publie chaque trimestre certains de ses travaux dans la Revue de Rexecode.

