

revue de Rexecode



n° 61

4ème
trimestre
1998

Editorial

*Pour une méthode budgétaire
plus prudente et plus réactive*

Les perspectives économiques pour 1998 et 1999

Des chocs d'une rare violence

Ralentissement américain

*La croissance européenne peut
résister*

Graphiques des cycles conjoncturels

*Vingt indicateurs du cycle
économique pour sept pays*

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
Didier DAVYDOFF	Directeur des Etudes, de la Stratégie et des Statistiques à la Société des Bourses Françaises
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
Armand LEPAS	Directeur des Affaires Economiques au Conseil National du Patronat Français
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'Equipeement 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-Elysées - 75008 Paris

Economistes : Michel Didier, Jean-Michel Boussemart,
François Faure, Arthur Chabrol, Alexandre Fur, Marie Chauvière,
Michel Martinez, Anne Faivre, Bruno Cavalier.
Edition, secrétariat : Sylvie Sage ; **Graphiques** : Aïcha Brak, Dominique Dalle-Molle.

Copyright : Rexervices





Sommaire

Editorial : L'incertitude économique incite à rechercher une méthode budgétaire plus prudente et plus réactive ————— I-II

Perspectives économiques pour 1998 et 1999 ————— 1

La conjoncture à la veille de l'été 3

Les chocs de l'été ont été d'une rare violence 5

L'impact de la crise russe 7

En Amérique latine, le désordre est déjà là 9

Relance de la crise asiatique 11

Aux Etats-Unis, le ralentissement se confirmerait 13

La croissance européenne devrait résister aux chocs 15

La France 17

Incertitude et aléas 19

Perspectives par pays 22

Tableaux annexes 35

Graphiques des cycles conjoncturels ————— 41

Etats-Unis

Japon

Allemagne

France

Royaume-Uni

Italie

Espagne

Avertissement

**Ce numéro présente les perspectives pour 1999 privilégiées par Rexecode.
Il résulte donc des travaux de l'ensemble des économistes de Rexecode.**



Editorial:

L'incertitude économique incite à rechercher une méthode budgétaire plus prudente et plus réactive

. Michel Didier

Le débat s'est instauré comme chaque année autour des prévisions de croissance pour l'année prochaine. REXECODE envisage une croissance de 2,3%, le Ministère des Finances a retenu 2,7% dans le projet de loi des finances. Le débat risque d'être cette année relativement trompeur. Il pourrait en effet donner le sentiment que l'incertitude est limitée à quelques dixièmes de point de croissance, alors que l'évolution récente des marchés mondiaux suggère des risques d'une toute autre ampleur.

L'expérience des années quatre vingt-dix a montré que les prévisions économiques établies au cours de l'été pour l'année suivante devaient être quelquefois modifiées dans de larges proportions. Des organismes aussi bien informés que le Fonds Monétaire International ont ainsi été amenés à réviser fortement leurs prévisions.

Les raisons de cette situation sont connues. La science économique ne dispose pas d'outils permettant d'anticiper de manière assurée la croissance mondiale. L'économie peut se trouver soumise à des chocs financiers diffi-

cilement prévisibles et au-delà de certains seuils, des phénomènes de rupture et de véritables bifurcations économiques s'accompagnent de changements de comportements inattendus. Enfin l'économie n'est pas indépendante du contexte politique et social dont les perturbations et les blocages éventuels ne sont pas prévisibles.

La croissance européenne et la croissance française paraissent aujourd'hui reposer sur des bases solides. Les anticipations étaient au printemps dernier exagérément optimistes. Elles sont peut-être devenues exagérément pessimistes. Il faut donc espérer que les surréactions actuelles des marchés de capitaux seront temporaires et conduiront prochainement à de nouveaux équilibres. Nous privilégions pour notre part cette hypothèse. Mais il faut aussi reconnaître que des changements très rapides et préoccupants sont actuellement en cours dans de larges parties du monde. Il est bien difficile de dire ce que seront les nouveaux points d'équilibre de sorte que l'hésitation sur la croissance peut aller bien au-delà de la zone de 2,3% à 2,7% qui sépare les prévisions de REXECODE de celles de la Direction de la Prévision.

Un tel degré d'incertitude est sans doute exceptionnel, mais l'existence d'aléas forts nous semble de plus en plus dans la nature permanente de l'économie contemporaine. La question pertinente est dès lors moins de chercher à anticiper avec précision un taux de croissance qui nous échappe très largement que d'être ou de se mettre en mesure de réagir rapidement aux changements de l'environnement économique.

De ce point de vue, nos pratiques budgétaires définies en 1959 et héritées d'une époque de grande prévisibilité économique peuvent paraître inadaptées dans la situation présente. En calculant les prévisions de recettes publiques sur un taux de croissance relativement élevé et incertain, puis en fixant les crédits autorisés pour l'année entière sur la base de ces recettes, le risque existe que la loi de finances s'avère par la suite en décalage par rapport à la situation économique réelle. Comme il est généralement difficile de revenir sur des crédits votés et répartis, c'est l'équilibre des finances publiques qui peut se trouver compro-

mis. Nous avons connu cette situation en 1992-1993.

Une méthode de travail budgétaire plus prudente, qui correspondrait mieux au contexte économique actuel, pourrait consister à fixer une hypothèse de croissance relativement conventionnelle et prudente, par exemple à retenir dans le projet de la loi de finances un taux de 1,5% à 2%. Les recettes seraient alors calculées sur ces bases et les crédits publics arrêtés et répartis en fonction de ces recettes. Naturellement, dans le cas où la croissance s'avérerait par la suite supérieure à l'hypothèse initiale, un choix pourrait être opéré entre le déblocage de crédits complémentaires, des allègements fiscaux ou une réduction plus marquée du déficit public. Ce choix pourrait intervenir par exemple au printemps dans le cadre d'un collectif budgétaire.

Une telle réforme des pratiques budgétaires permettrait de se prémunir contre les conséquences d'un aléa bas sur le taux de croissance, particulièrement risqué dans la période actuelle.



Perspectives économiques pour 1998 et 1999

Les marchés de capitaux sont en pleine agitation, à la recherche de nouveaux points d'équilibres. Ces perspectives ont donc été préparées dans un contexte particulièrement incertain.

Nous avons privilégié les raisonnements macroéconomiques fondamentaux, sans céder aux mouvements d'inquiétude ou aux excès qui caractérisent les anticipations à très court terme sur les marchés de capitaux.

Nous avons donc tenté de dégager les tendances et posé des hypothèses qui sont explicitées dans les pages suivantes. D'autres scénarios peuvent être envisagés, notamment des scénarios plus pessimistes.

Ces perspectives retiennent l'hypothèse d'une pause de croissance temporaire en Asie du Sud-est (1,5% en 1998 et 4,8% en 1999), et d'un léger rebond de l'économie japonaise en 1999. Elles supposent que le désordre reste sous contrôle en Amérique latine et que la crise russe soit rapidement circonscrite. Aux États-Unis le ralentissement de la croissance se confirmerait mais resterait limité (3,3% en 1998, 1,3% en 1999). Enfin, la croissance européenne serait préservée à un rythme de 2,3% en 1999, rythme inférieur à celui de 1998 (2,8%). La croissance française serait voisine de la moyenne européenne (2,9% en 1998, 2,3% en 1999).

La croissance européenne peut être préservée

Nos perspectives de croissance européennes pour 1999 étaient en mars dernier de 2,7% et en juin de 2,7%. Nous avons à cette époque averti que ces perspectives pouvaient "être considérés comme relativement optimistes dans le contexte retenu, celui d'un ralentissement économique qui toucherait le reste du monde".

Des raisons d'optimisme sur les perspectives européennes demeurent (création de l'euro, taux d'intérêt à un point bas historique) mais on ne peut pas ignorer la dégradation du contexte mondial.

mais elle sera touchée par les chocs mondiaux

Nous avons aussi déjà souligné que l'Europe, dont la reprise économique a été largement initiée par les exportations, ne resterait pas à l'écart des mouvements mondiaux.

La crise asiatique a semblé dans un premier temps sans conséquences sur la croissance des pays développés. Le premier impact qui s'est manifesté immédiatement sur les marchés financiers a été l'effet désinflationniste, favorable à l'activité et aux marchés financiers dans les pays développés. Le second effet est dépressif. Il s'affirme depuis de sorte que les indicateurs de l'activité mondiale sont stagnants depuis le début 1998.

Après la pointe de croissance de la mi-1997 due à une conjonction exceptionnelle de facteurs favorables, le retour à une croissance plus modérée (de l'ordre de 2 à 2,5%) reste l'hypothèse la plus vraisemblable pour l'Europe.

L'avenir est redevenu beaucoup plus incertain

Par rapport à notre perspective centrale, plusieurs aléas peuvent infléchir la tendance. A vrai dire, les aléas à la hausse sont moins nombreux que les aléas à la baisse. Le risque d'une fin de cycle américain

débouchant sur des tensions internes est désormais à écarter. On peut même imaginer que la persistance des forces expansionnistes aux Etats-Unis conduite à un ralentissement moins marqué que celui que nous retenons. Mais nos autres hypothèses sont plutôt favorables. Nous ne retenons pas le risque d'une généralisation de la crise financière, mais il ne peut pas être écarté.

Ces analyses sont développées dans le présent dossier de perspectives présenté autour des principales interrogations actuelles.

Les raisonnements macroéconomiques permettent d'envisager une croissance européenne de 2,3% en 1999

Les chiffres clés de nos perspectives

	1997	1998	1999
1 - Croissance du volume du PIB			
	<i>variations en %</i>		
Monde	4,0	2,0	2,4
Ensemble de la zone OCDE	3,1	2,3	1,8
dont :			
Etats-Unis	3,9	3,3	1,3
Japon	0,9	-2,4	1,0
Union européenne	2,6	2,7	2,3
dont :			
Allemagne	2,2	2,5	2,5
France	2,3	2,9	2,3
Royaume-Uni	3,4	2,4	1,4
Italie	1,5	1,7	2,2
Espagne	3,4	3,6	3,2
Pays hors OCDE	5,2	1,5	3,3
2 - Marchés mondiaux			
Commerce mondial (en volume)	9,2	3,2	4,0
Importations de l'OCDE	9,4	6,7	4,6
Importations des pays hors OCDE	8,6	-5,3	2,6
Prix du pétrole (\$/baril de Brent) *	19,2	12,9	12,9
Prix des matières premières en \$	-4,9	-17,8	-12,2
" " en DM	9,7	-15,9	-18,4
3 - Taux de change			
1 \$ = ...DM	1,74	1,77	1,65
= ...yens	121	135	130
= ...F.F.	5,84	5,94	5,53
1 DM = ...yens	69,9	76,5	78,7
1 £ = ...F.F.	9,56	9,69	8,79
4 - Taux d'intérêt à 10 ans			
	<i>en %</i>		
Etats-Unis.	6,4	5,4	4,7
Japon 2,2	1,4	1,1	
Allemagne	5,7	4,6	4,0
5 - Taux d'intérêt à 3 mois			
	<i>en %</i>		
Etats-Unis.	5,2	5,0	4,4
Japon (euro-yen)	0,5	0,4	0,3
Allemagne	3,3	3,5	3,5
* moyenne sur la période			

La conjoncture à la veille de l'été

A la veille de l'été, la conjoncture mondiale pouvait à première vue paraître à peu près satisfaisante. Quant aux marchés financiers, ils étaient en pleine euphorie.

La menace asiatique paraissait conjurée

Les monnaies chinoises (en particulier le yuan et le dollar de Hong Kong) avaient tenu le choc des dévaluations de l'an dernier qui semblait en voie de résorption, au prix il est vrai de récessions dans plusieurs pays d'Asie du Sud-Est. On constatait même que la baisse des prix des matières premières et le recul des taux d'intérêt à long terme avaient en définitive plutôt stimulé la croissance des pays développés et finalement dopé les places financières américaines et européennes qui affichaient records sur records.

Un état métastable se maintenait en Russie et en Amérique latine

En Russie, le rouble était à peu près stabilisé par rapport au dollar au voisinage de 6 roubles pour un dollar. Le taux de change du rouble semblait tenu et on commençait à imaginer le retour à une croissance très légèrement positive pour 1999, après une baisse du PIB de 40% en cinq ans.

Les pays d'Amérique latine paraissaient stabilisés. Le Mexique avait surmonté la crise financière de la fin 1994 après une forte poussée d'inflation et une récession brutale mais aussi grâce à la vigueur de l'effet d'entraînement des achats américains. La désinflation était en cours et on attendait la poursuite de la croissance et de nouveaux gains

sur l'inflation. En Amérique du Sud, l'inflation était revenue au voisinage de 5% l'an dans les plus grands pays. Elle avait même pratiquement disparu en Argentine. Les politiques de dépréciation contrôlée du taux de change pour le Brésil ou de parité fixe avec le dollar pour l'Argentine se poursuivaient sans menace apparente de rupture mais les déficits externes croissants demeuraient préoccupants.

Aux Etats-Unis, on observait des signes de ralentissement.

Les signes de ralentissement se multipliaient aux Etats-Unis après un premier trimestre exceptionnellement vigoureux. Il fallait plutôt s'en réjouir car c'était la perspective la meilleure, celle qui permettait d'éviter un dérapage excessif des salaires et une hausse des taux d'intérêt, donc le risque d'un arrêt brutal de la croissance.

Enfin, l'Europe avait retrouvé une croissance plus forte.

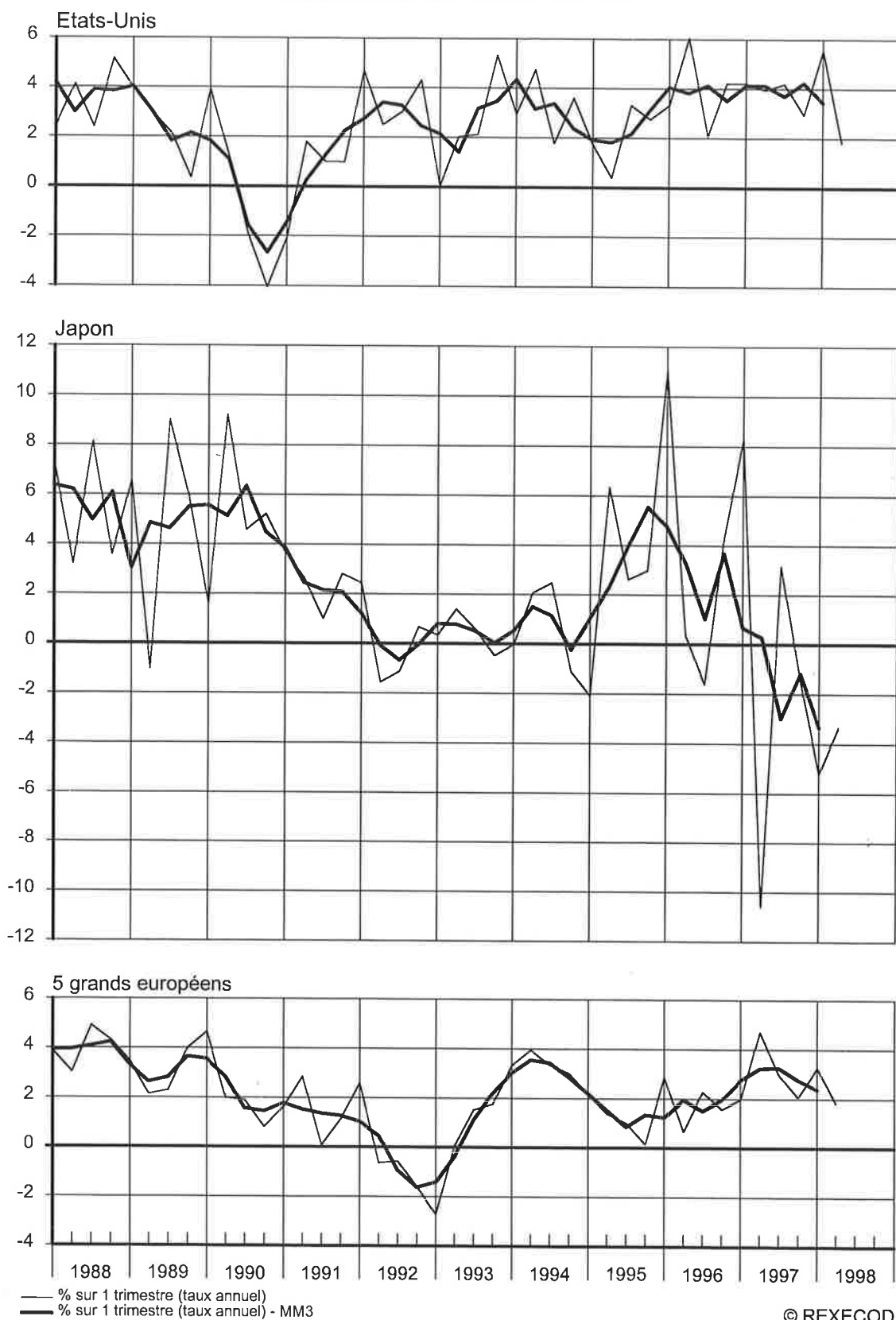
La croissance européenne était revenue nettement au-dessus de la moyenne observée depuis le début des années 1990. Le rythme de croissance instantanée avait atteint 4% au deuxième trimestre 1997, puis il était revenu autour de 2,5% les trimestres suivants. Beaucoup d'observateurs considéraient que l'Europe pouvait s'installer durablement dans la croissance. Nous retenions dans nos perspectives de moyen terme de juin dernier une tendance de l'ordre de 2,5% l'an et certains économistes envisageaient même des perspectives de croissance durablement supérieures à ce chiffre.

Commerce mondial et zones hors OCDE retrouveraient une croissance un peu plus soutenue

Croissance et importations mondiales (en volume et en %)

	1997	1998	1999
PIB mondial	4,0	2,0	2,4
<i>dont OCDE</i>	3,1	2,3	1,8
<i>Hors OCDE</i>	5,1	1,5	3,3
Importations mondiales	9,2	3,2	4,0
<i>dont OCDE</i>	9,4	6,7	4,6

Croissance du volume du PIB



Dès le printemps, il nous apparaissait néanmoins que la demande mondiale ralentissait très nettement. Les événements récents nous conduisent à une nouvelle révision en baisse du commerce mondial pour 1998 et 1999.

Les chocs de l'été ont été d'une rare violence

Les événements de l'été ont révélé brutalement des déséquilibres latents qui étaient contenus ou masqués. Les chocs sur les marchés de change et sur les marchés de capitaux, ont largement modifié le paysage mondial.

Une violente correction boursière et une destabilisation des taux de change

Les marchés d'actions ont commencé à hésiter en juillet, puis ils ont chuté lourdement en réaction à l'agitation monétaire et financière et plus particulièrement à la crise russe. Les cours ont fortement reculé sur toutes les places occidentales entre juillet et début septembre. Par rapport à la moyenne de juillet dernier (record historique des cours moyens mensuels), le reflux était à la date du 11 septembre de 14,3% à New-York, 21,1% à Francfort, 16,1% à Paris.

La chute des bourses de valeur ne concerne pas que les Etats-Unis et l'Europe. Elle est très générale et s'ajoute dans de nombreux pays émergents à des reculs antérieurs déjà très importants. Sur la période déjà mentionnée (moyenne juillet-début septembre 1998) Hong Kong a perdu 9%, le Mexique environ 30%, le Brésil 49%.

L'instabilité des changes a touché un grand nombre de monnaies. Le

rouble s'est effondré, le peso mexicain s'est fortement déprécié ainsi que le peso colombien. Par ailleurs, le dollar ne semble plus jouer son rôle traditionnel de valeur refuge. Il amorce un repli par rapport aux monnaies européennes et s'approche déjà de la moyenne que nous envisageons pour 1999 (1,65 DM).

Des conséquences certaines mais difficiles à évaluer précisément

La question est maintenant d'apprécier les conséquences de ces chocs sur les comportements économiques. De façon générale, il apparaît que les discours qui minimisaient l'impact des difficultés des pays émergents et annonçaient un nouvel âge d'or pour la croissance européenne étaient exagérément optimistes. La persistance de déséquilibres mondiaux, que nous avons fortement soulignés dans nos perspectives antérieures, incitait à la prudence. Il faudra peut être maintenant résister à la tentation inverse, celle d'un pessimisme excessif. Mais il serait hasardeux de minimiser l'importance des désordres en cours.

Six question-clés

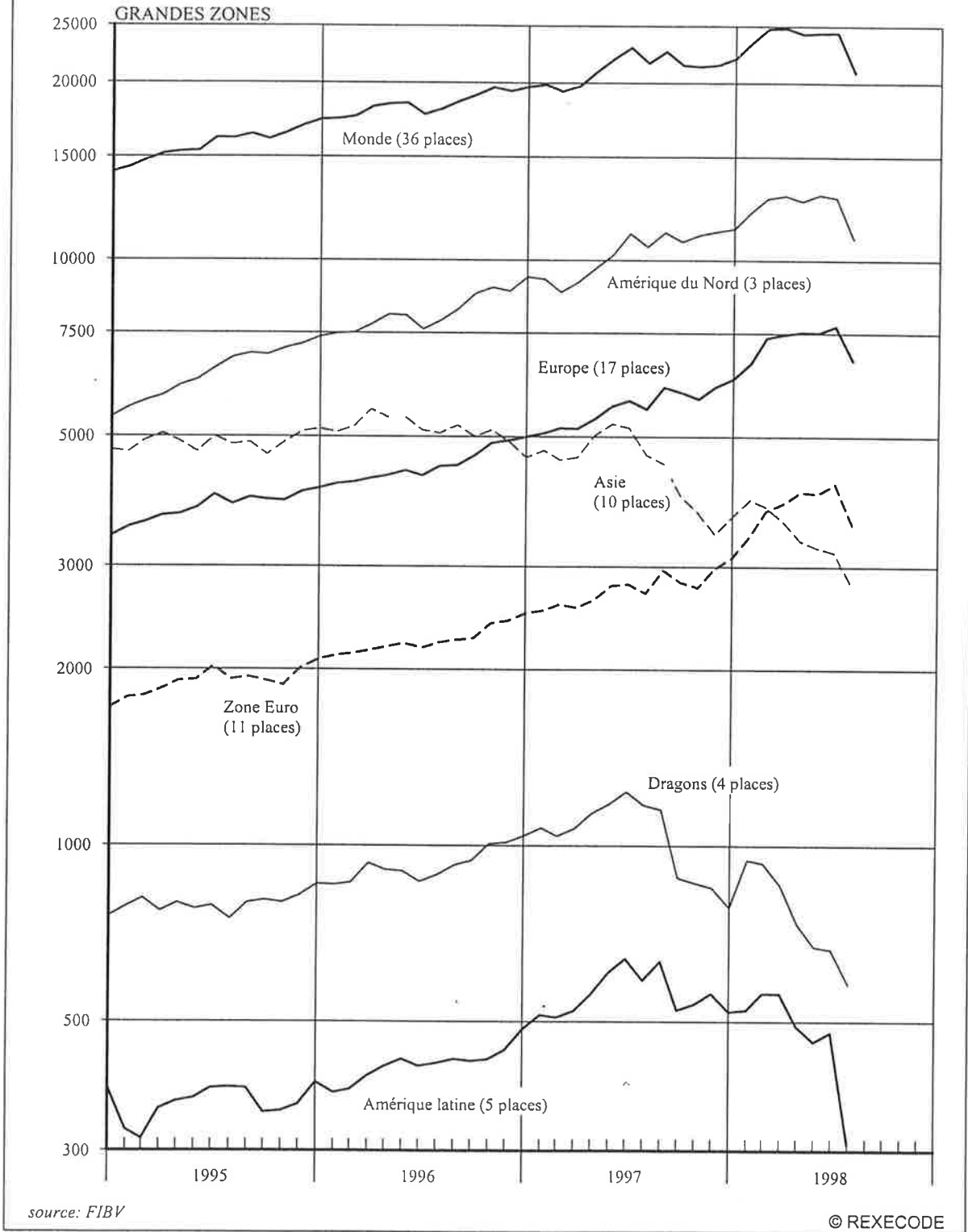
Au stade actuel, de nombreuses questions se posent pour les trimestres à venir. Nous en avons retenu six qui nous semblent tout particulièrement déterminantes pour nos perspectives :

- 1°) Quel sera l'impact de la crise russe ?
- 2°) Le désordre financier va-t-il s'étendre en Amérique latine ?
- 3°) Peut-on

Vers une reprise des importations asiatiques

<i>Perspectives de croissance dans les zones émergentes (%)</i>			
	1997	1998	1999
<i>Asie</i>			
<i>PIB</i>	6,4	1,5	4,8
<i>Importations</i>	7,2	-9,8	4,9
<i>Amérique-latine (y.c. Mexique)</i>			
<i>PIB</i>	5,1	2,4	1,6
<i>Importations</i>	17,2	8,5	4,2
<i>Europe Pays de l'Est (y.c. Russie)</i>			
<i>PIB</i>	1,5	-0,7	-1,4
<i>Importations</i>	11,9	-3,0	-7,4

CAPITALISATION BOUSIERE DES ACTIONS (fin de mois, milliards \$)



AMÉRIQUE DU NORD (3) = New York + Nasdaq + Toronto. AMÉRIQUE LATINE (5) = Mexico + Sao Paulo + Buenos Aires + Santiago + Lima. DRAGONS (4) = Hong-Kong + Corée (Séoul) + Singapour + Taïwan. ASIE-PACIFIQUE (10) = Dragons + Australie + Jakarta + Kuala Lumpur + Philippines + Thaïlande + Tokyo. EUROPE (17) = Zone Euro (11 pays) + Athènes + Copenhague + Londres + Stockholm + Suisse (Zürich) + Oslo. MONDE (36) = Amériques (8) + Asie-Pac. (10) + Europe (17) + Johannesburg

écarter une relance de la crise asiatique ? 4°) L'économie américaine peut-elle reprendre de la vitesse ? 5°) L'Europe peut-elle devenir, ne serait-ce que temporairement, un pôle de la croissance mondiale ? 6°) Enfin, la France s'écartera-t-elle de la moyenne européenne ?

Ces perspectives présentent les hypothèses que nous formulons sur chacune de ces questions, hypothèses qui constituent donc le fondement de nos prévisions et sont naturellement soumises à la discussion.

L'impact de la crise russe

La crise russe n'est pas nouvelle. C'est une crise d'adaptation institutionnelle et on aurait tort de l'analyser avec les seuls instruments courants d'étude du cycle économique. Encore faut-il avoir à l'esprit que les contraintes et certains mécanismes macroéconomiques sont les mêmes partout.

Crise institutionnelle, crise économique, crise financière

Les indicateurs de conjoncture de la Russie pouvaient donner une image trompeuse de la situation. Après une période d'hyperinflation, une forte dépréciation monétaire et un recul du PIB de 40% de 1990 à 1995, l'inflation semblait dominée en Russie et le taux de change à peu près stabilisé, laissant généralement espérer un redémarrage de la croissance en 1999.

Ces espoirs ont disparu au cours de l'été, le rouble perdant en quelques semaines plus de la moitié de sa valeur par rapport au dollar. Avant même l'effondrement du rouble, la perte de contrôle du déficit public (au total de l'ordre de 7% du PIB) avait imposé des taux d'intérêt

publics prohibitifs (plus élevés que le rendement des actions et des obligations privées). L'activité économique s'était dès le printemps retournée assez brutalement. Les difficultés restaient internes à la Russie tant que les échanges extérieurs dégageaient un excédent. Elles sont apparues au grand jour dès que cet excédent a disparu, précisément au début de l'été dernier. La dépréciation du rouble a alors pris un tour dramatique.

Les conséquences de la baisse du rouble

La dépréciation du rouble constitue un choc inflationniste intérieur qui entraînera de façon très classique une forte baisse du pouvoir d'achat intérieur, une récession profonde et une forte baisse des importations. Un problème qui laisse subsister beaucoup d'incertitudes sur l'avenir est que la baisse du rouble ne réglera pas les difficultés à l'origine de la crise, c'est-à-dire les graves dysfonctionnements institutionnels de l'économie russe. Il est bien difficile dans une telle situation d'imaginer les formes que pourra prendre l'évolution économique du pays.

Comment apprécier l'impact de la crise russe ?

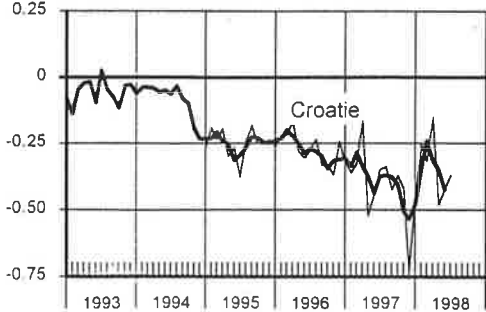
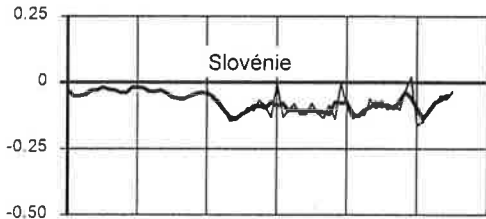
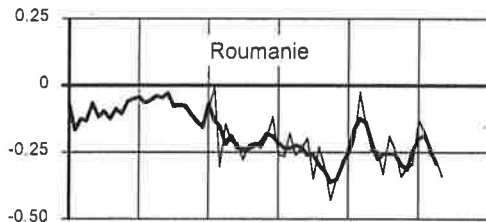
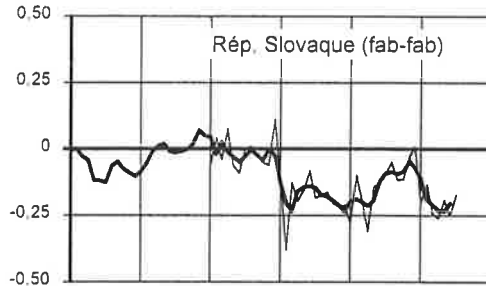
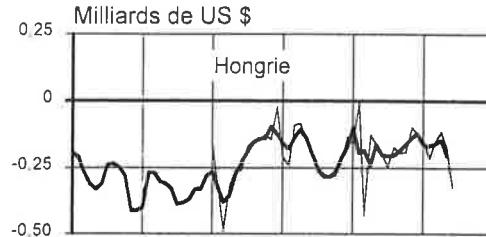
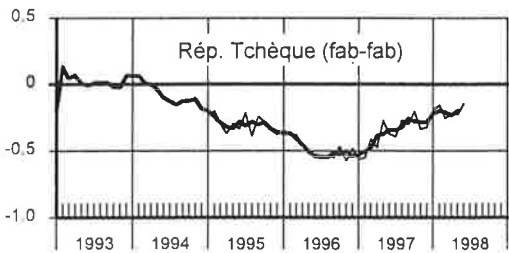
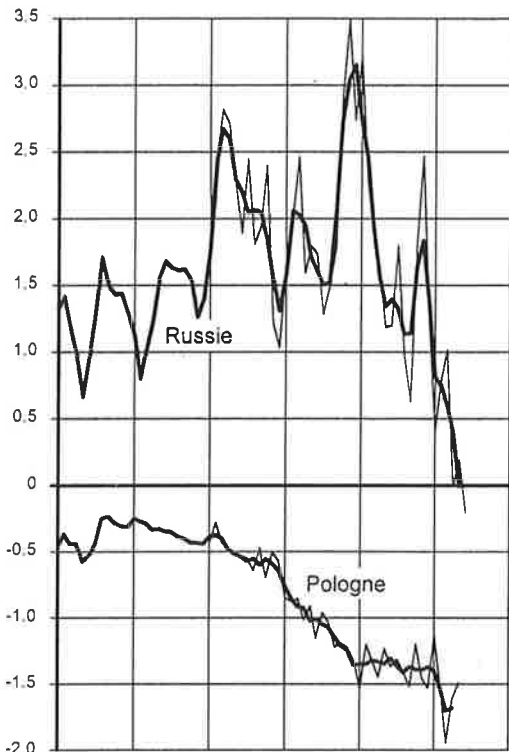
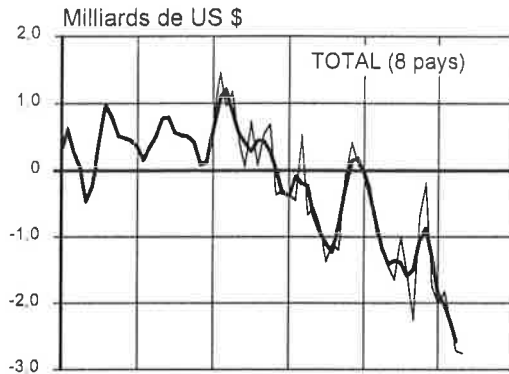
Avec la récession, les importations russes baisseront fortement. Ces importations représentent actuellement environ 70 milliards de dollars, soit 1,3% des importations mondiales et 0,2% du PIB mondial. A titre de comparaison, les importations des pays émergents d'Asie du Sud-est (hors Chine) étaient en 1997 de 477 milliards \$ (à

La crise russe pénalisera l'ensemble des pays d'Europe de l'Est.

Perspectives de croissance des pays de l'Europe de l'Est (en %)

	1997	1998	1999
Ensemble	1,5	-0,7	-1,4
<i>Russie</i>	<i>0,8</i>	<i>-5,0</i>	<i>-6,0</i>
<i>Pologne</i>	<i>6,8</i>	<i>5,4</i>	<i>2,5</i>
<i>Hongrie</i>	<i>4,4</i>	<i>4,1</i>	<i>3,3</i>
<i>République tchèque</i>	<i>1,0</i>	<i>1,2</i>	<i>1,5</i>
<i>Roumanie</i>	<i>-6,6</i>	<i>-2,5</i>	<i>0,5</i>
<i>Bulgarie</i>	<i>-7,4</i>	<i>0,0</i>	<i>-1,0</i>

Europe de l'Est : balance commerciale



© REXECODE

peu près comme les importations japonaises). La Russie pèse donc environ 6 fois moins que les pays émergents d'Asie et l'impact direct peut sembler a priori faible. La chute du rouble risque aussi d'accentuer la baisse des prix du pétrole, des matières premières et de certains produits intermédiaires. Mais il est vrai aussi que les baisses sont déjà fortes et il est possible que sur certains produits, le déstockage touche à sa fin et relance la demande. Par ailleurs, le défaut de paiement sur la dette russe entamera les résultats des créanciers notamment des banques occidentales. Les conséquences iront donc au-delà du simple effet mécanique par les échanges commerciaux.

Nous retenons dans ces perspectives l'idée que ces conséquences resteront circonscrites. On sera néanmoins particulièrement attentif aux déséquilibres des comptes extérieurs des pays de l'Europe centrale, République slovaque et Pologne notamment (où le déficit des paiements dépasse les 5% du PIB).

En Amérique latine, le désordre est déjà là

Il y a encore peu de temps, beaucoup d'observateurs s'interrogeaient sur le risque de voir le désordre financier s'étendre à l'Amérique latine. En fait, le désordre est déjà là. Dans ces pays, la conjoncture des dernières semaines est entièrement dominée par l'agitation sur les marchés boursiers et sur les marchés de change.

Des chocs boursiers d'une rare violence

Les reculs des indices boursiers sont d'une ampleur supérieure à celle de la crise d'octobre 1997. Par rapport à la crise de l'an passé, le facteur aggravant est que le nou-

veau choc externe frappe aujourd'hui des économies déjà soumises à des politiques monétaires très restrictives et dont l'expansion a déjà sensiblement ralenti par rapport à 1997, année exceptionnelle tant pour les échanges commerciaux que pour la croissance économique. Un mouvement de défiance des investisseurs internationaux risquerait de déséquilibrer fortement des pays tels que le Brésil ou le Mexique dont le financement externe est indispensable à la bonne marche de l'économie.

Une situation économique fragile

La pression déflationniste sur les marchés des produits de base, dont aucun signe n'annonce aujourd'hui le terme, touche plusieurs pays de la zone : l'économie vénézuélienne qui dépend entièrement de ses recettes pétrolières, mais aussi d'autres pays producteurs de pétrole (Mexique, Equateur, Colombie), les pays producteurs de cuivre (Chili, Pérou) et les pays plus tournés vers les produits agricoles (Argentine, Colombie). Plusieurs pays se trouvent déjà affaiblis par l'insuffisance des ressources tirées des exportations sans d'ailleurs qu'une éventuelle baisse de taux de change n'apporte de solution car l'élasticité-prix de la demande de produits de base est relativement faible.

Des politiques monétaires de plus en plus restrictives

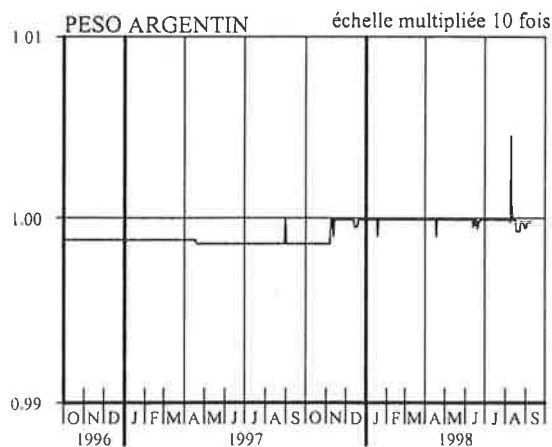
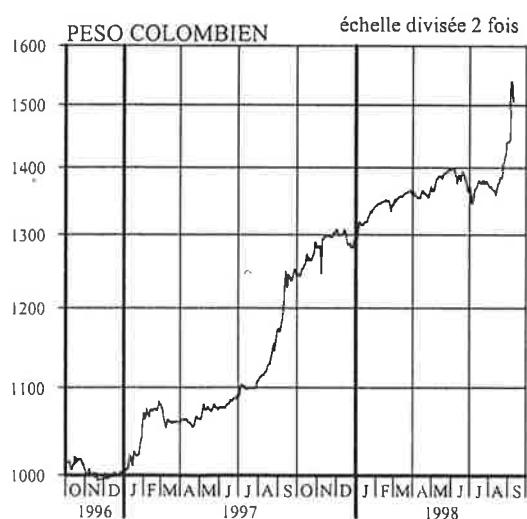
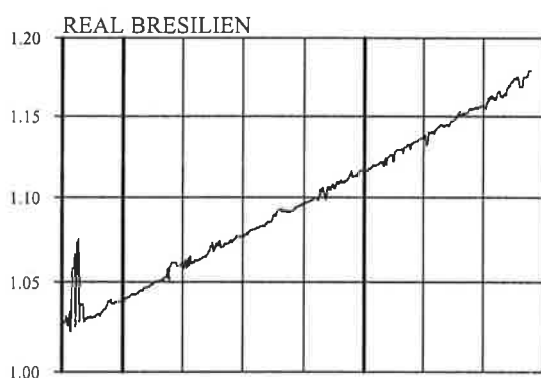
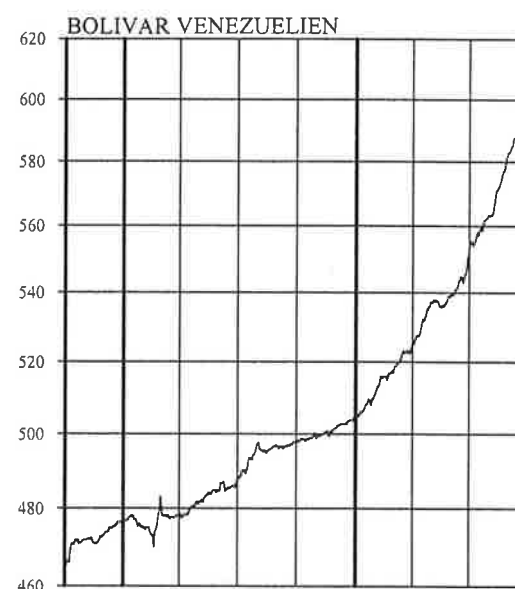
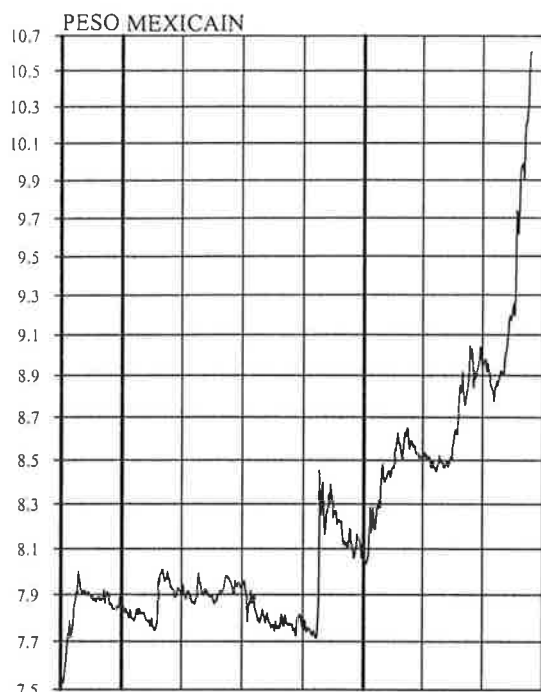
Pour tenir les taux de change menacés, les conditions monétaires ont été durcies dans les pays de la zone et les politiques monétaires ont toutes chances de rester encore restrictives pendant plusieurs mois.

Le ralentissement est certain en Amérique latine. Il serait plus marqué en cas de crise de change.

Perspectives de croissance des principaux pays d'Amérique latine (en %)

	1997	1998	1999
Ensemble	5,1	2,4	1,6
<i>Argentine</i>	8,4	4,2	2,0
<i>Brésil</i>	3,0	1,0	0,5
<i>Mexique</i>	7,0	4,2	3,1
<i>Chili</i>	7,2	4,0	2,6
<i>Venezuela</i>	5,1	0,0	-0,5

TAUX DE CHANGE DES MONNAIES D'AMERIQUE LATINE 1 \$ = ... monnaie nationale



© REXECODE

L'hypothèse que nous retenons est qu'une crise de change devrait pouvoir être évitée (ce qui n'exclut pas la poursuite des politiques de glissement contrôlé des taux de change) mais que les politiques monétaires (et dans le cas du Brésil les restrictions budgétaires après les élections présidentielles d'octobre), accentueront le ralentissement d'activité engagé depuis quelques mois dans les économies de la zone (Mexique excepté). Ce ralentissement a toutes les chances de se prolonger, de s'accroître et de toucher aussi le Mexique. C'est l'hypothèse que nous privilégions.

Un risque d'extension de la crise financière

L'alternative, non retenue ici, est que la crise des changes atteigne un ou plusieurs grands pays d'Amérique latine, notamment le Brésil. Une telle éventualité devient de jour en jour plus probable si une intervention massive de soutien n'est pas envisagée rapidement. Elle se solderait par une rupture de croissance encore plus marquée que celle que nous retenons. Il s'y ajouterait aussi des conséquences financières plus fortes sur les institutions financières créancières des pays développés et donc un risque de ralentissement mondial plus marqué.

Relance de la crise asiatique ?

Le retournement de conjoncture d'une partie de l'Asie a compté pour beaucoup dans le changement de tendance de l'expansion mondiale en 1998.

La crise asiatique a nettement ralenti la croissance mondiale

Les importations des pays d'Asie du Sud-est sont en recul marqué depuis l'automne 1997. Les quel-

ques indicateurs disponibles agrégés pour l'ensemble du monde reflètent tous un affaiblissement de la tendance dès la fin 1997. L'indice de la production industrielle totale des huit plus grands pays, la production mondiale d'acier, la production mondiale d'aluminium s'effritent depuis six à huit mois (après avoir progressé en 1997 sur une tendance très forte, de l'ordre de 6 à 8% l'an). On sait aussi que le prix des matières premières et du pétrole baissent depuis deux ans et sont à des points bas historiques, évolution qui est généralement significative d'une pression faible de la demande.

Le Japon est au creux de la récession

Parmi les pays industrialisés, le Japon a été le plus directement touché par la crise d'Asie du Sud-est. La production industrielle, qui avait augmenté de près de 14% du début 94 à la mi-97, a reperdu depuis presque toute son avance. Les commandes reçues par l'industrie et la construction sont orientées à la baisse, les stocks sont en excédent, les capacités industrielles sont plus sous-utilisées qu'au creux de la récession de 1993, les salaires diminuent en termes nominaux comme en termes réels. La contraction de l'économie a accentué les déséquilibres financiers du secteur public et du secteur bancaire, ce qui limite les marges d'action du nouveau gouvernement. Avec hésitation et lenteur, les autorités publiques ont néanmoins réagi. Un plan de relance budgétaire (d'environ 2% du PIB) et tout récemment une baisse d'un

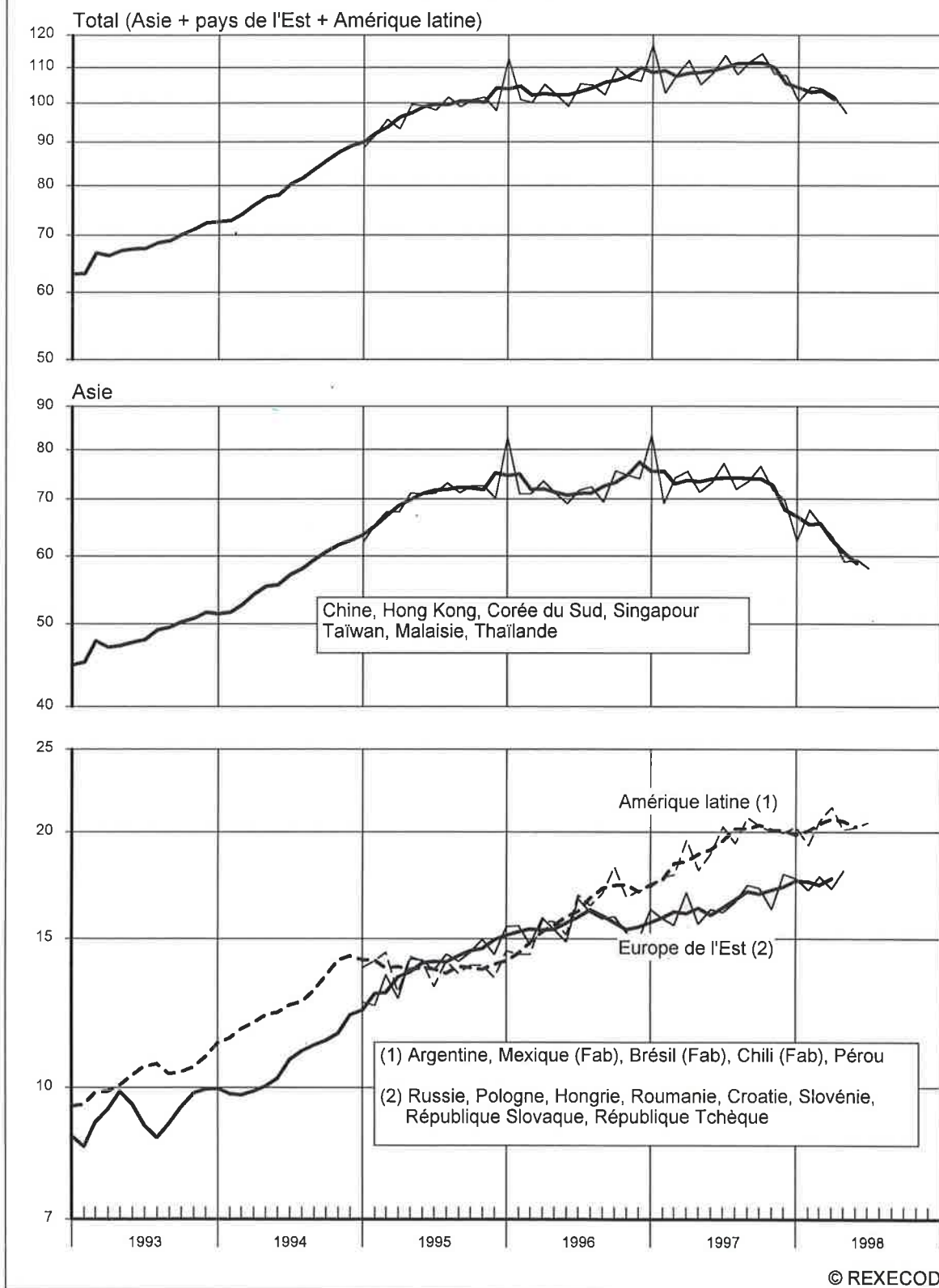
Les pays d'Asie du Sud-est en crise l'an dernier, retrouveraient la croissance en 1999.

Perspectives de croissance des principaux pays d'Asie (en %)

	1997	1998	1999
Pays émergents d'Asie	6,4	1,5	4,8
Corée	5,5	-6,0	3,5
Thaïlande	-0,4	-7,0	2,0
Singapour	7,8	1,0	0,0
Taiwan	6,8	4,5	3,5
Chine	8,8	7,0	7,0
Inde	5,2	4,0	5,0
Indonésie	4,6	-17,0	0,0
Japon	0,9	-2,4	1,0

Importations CAF des pays émergents

(milliards de \$ US)



quart de point du taux d'intervention de la Banque centrale ont été décidés. Ces mesures, ainsi que la dépréciation du yen, permettent d'espérer une croissance légèrement positive en 1999.

La Corée a touché le fond

En Asie (hors Japon), les crises financières de l'an dernier ont développé leurs effets mais un nouvel équilibre semble désormais à peu près trouvé. Le won coréen était passé de 900 wons par dollar à la mi-1997 à environ 1.800 wons par dollar au début 1998. Il est revenu à 1.300 wons par dollar et semble stabilisé à ce niveau. Le baht thaïlandais, le ringgit malais, la roupie indonésienne, le peso philippin, le dollar de Taïwan et de Singapour sont à peu près stabilisés en tendance depuis le début de l'année. Seuls le dollar australien et la roupie indienne continuent de se déprécier.

Nous n'envisageons pas l'hypothèse d'une relance de la crise asiatique

Une inquiétude concerne l'évolution des marchés financiers dans ces pays. Les cours des actions, qui avaient regagné au premier trimestre une partie du terrain perdu l'an dernier sont de nouveau en recul marqué (à l'exception de la Corée). Or on sait que l'an dernier, le recul des valeurs boursières et la dépréciation brutale des monnaies avaient constitué les deux facteurs de crise. Nous retenons l'hypothèse (optimiste ?) que les nouveaux reculs boursiers sont une conséquence des récessions (donc appelés à s'inverser avec le retour de la croissance) et qu'ils ne constituent pas un nouveau choc exogène susceptible de relancer le recul de l'activité.

Aux Etats-Unis, le ralentissement se confirmerait

L'économie américaine est restée dynamique jusqu'à l'hiver dernier. Les indicateurs du printemps révèlent des signes de ralentissement. Les perturbations des grèves ne permettent pas au stade actuel de considérer qu'il s'agit d'un changement de tendance, mais l'analyse économique conduit à privilégier cette hypothèse pour 1999.

Les indices de ralentissement se sont multipliés

La production industrielle, les commandes de biens durables et les dépenses d'investissement productifs plafonnent. La tendance du taux de croissance du PIB qui était de l'ordre de 4% l'an jusqu'au premier trimestre 1998 (moyenne mobile sur trois trimestres du taux de croissance trimestriel) est tombée à 1,4% au deuxième trimestre. Le chiffre est sans doute perturbé par les grèves de General Motors et d'autres qui ont eu lieu récemment. Celles-ci reflètent la situation paradoxale dans laquelle se trouve l'économie américaine : pénurie de main d'œuvre mais excédent de capital. Le taux d'utilisation des capacités industrielles est en effet revenu à moins de 80%, c'est-à-dire au-dessous de sa moyenne de longue période.

Plusieurs constatations incitent à la prudence sur l'activité aux Etats-Unis

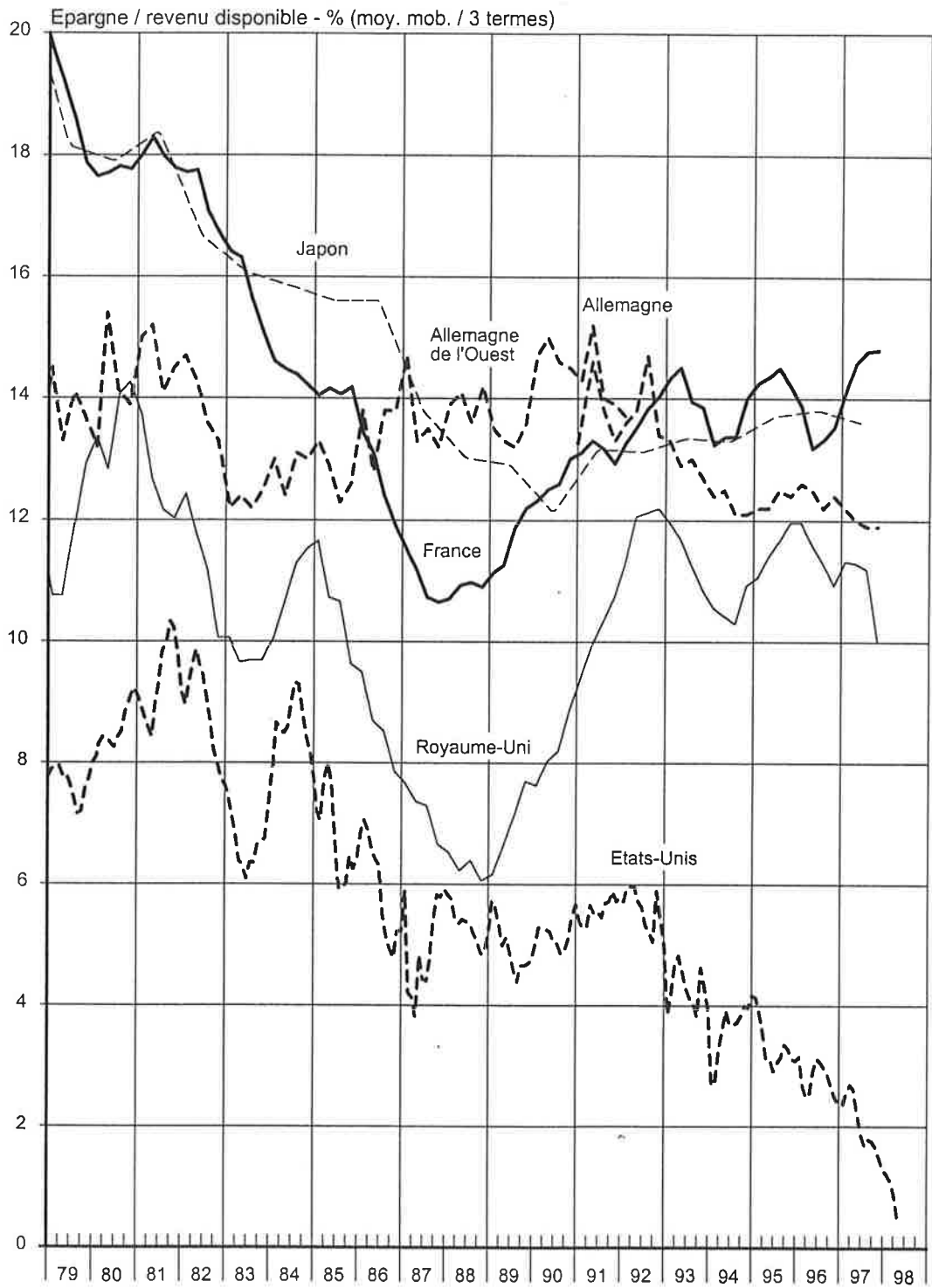
Le taux d'épargne des ménages est tombé à moins

L'incertitude est grande sur la croissance américaine

La croissance aux Etats-Unis (en volume) (variation en %)

	1997	1998	1999
<i>PIB</i>	3,9	3,3	1,3
<i>Importations</i>	13,9	10,9	4,6
<i>Consommation</i>	3,4	4,5	2,5
<i>Investissement</i>	8,5	11,6	2,3
<i>Exportations</i>	12,8	0,1	-0,5

Taux d'épargne des ménages



© REXECODE

de 1% du revenu disponible. Ce taux n'est pas, il est vrai, comparable au taux d'épargne français. Il reste que le recul constaté incitera sans doute les ménages à limiter leurs achats de consommation. D'autre part la baisse des exportations se poursuivra encore après les événements mondiaux récents. L'impact de la crise asiatique sur les exportations américaines tend maintenant à s'atténuer, voire à disparaître progressivement mais il risque d'être relayé par le ralentissement des importations du Canada et d'Amérique latine.

Le comportement d'investissement sera déterminant

Plusieurs facteurs contradictoires s'exercent sur les décisions d'investissement des entreprises américaines. D'un côté l'excédent des capacités de production peut pousser à réduire les investissements de capacité, de l'autre l'insuffisance de main-d'œuvre incite à accroître l'investissement de productivité. Enfin, on sait que l'investissement d'innovation s'est avéré très vivace aux États-Unis jusqu'ici et qu'il est par nature assez largement autonome. La chute des cours boursiers des entreprises technologiques au sens large est peut-être l'amorce d'une révision des anticipations sur le rythme d'innovation, mais le dynamisme des acteurs économiques américains ne paraît pas faiblir.

Les autorités publiques disposent d'importantes marges de soutien

Les années de croissance et la continuité politique ont permis de retrouver des excédents budgétaires qui dépassent aujourd'hui 200 milliards de dollars. Le gouvernement fédéral dispose de moyens budgétaires

suffisants pour soutenir l'activité en cas de besoin. On rappelle à cet égard que les prochaines élections présidentielles auront lieu en novembre 2000 (mais aussi que le Congrès est républicain). En outre, le taux des fonds fédéraux est actuellement à 5,5%. Des marges de baisse existent et la Réserve Fédérale n'hésitera pas à les utiliser en cas de ralentissement trop marqué. Notre perspective de croissance pour 1999, voisine de celle envisagée en juin dernier, pourrait de ce fait s'avérer trop prudente.

La croissance européenne devrait résister aux chocs

L'Europe est en croissance. La perspective de l'euro a évité ce que l'on aurait connu à d'autres époques, c'est-à-dire la contagion de l'agitation financière internationale sur les changes intraeuropéens. Par ailleurs, l'Europe a aujourd'hui les taux d'intérêt parmi les plus bas du monde. Il y a donc des données favorables qu'il faut avoir à l'esprit. Mais on constate aussi qu'avant même les désordres récents, la reprise européenne marquait le pas.

La reprise européenne reste peu vigoureuse

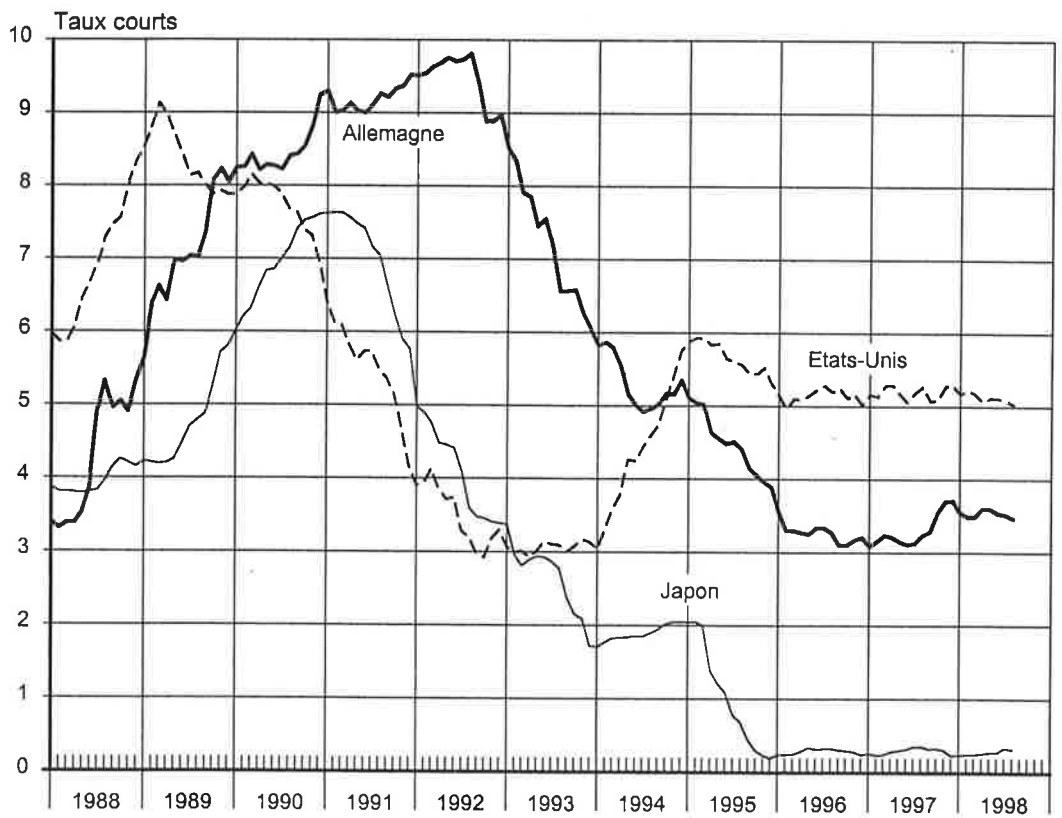
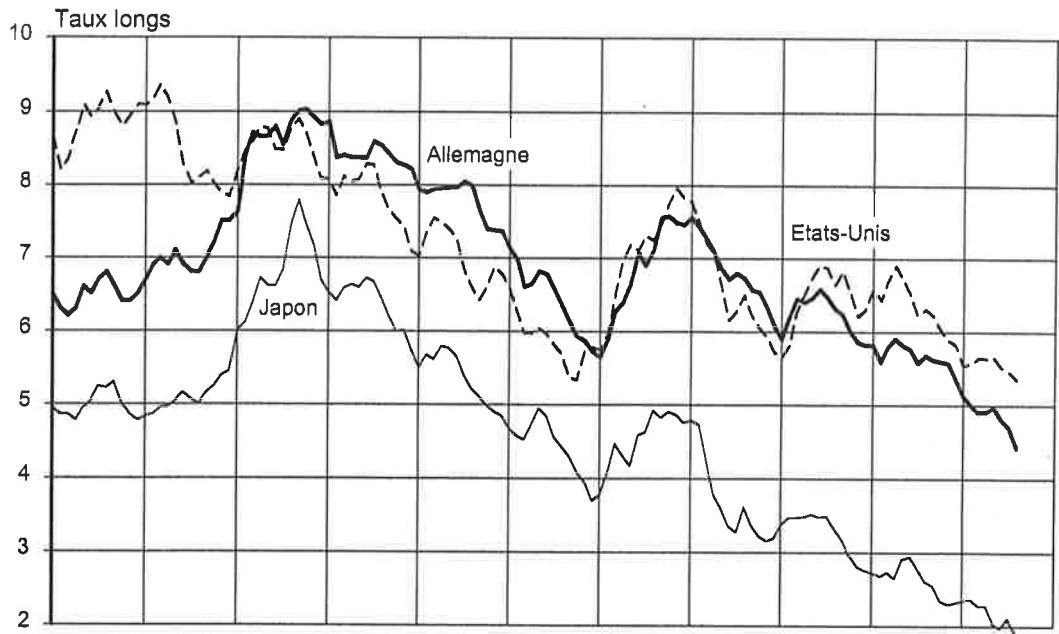
Au cours des trois dernières années 1996-1998, le taux de croissance trimestriel européen (moyenne des cinq grands pays) a atteint 4% l'an un seul trimestre, alors qu'aux États-Unis il a atteint ou dépassé 4% au cours de six trimestres. Bien que l'Europe soit en début de reprise, elle reste

L'Europe a du mal à tenir durablement la croissance

<i>Perspectives européennes</i>			
<i>Taux de variations du PIB en volume (en %)</i>			
	1997	1998	1999
<i>Union européenne *</i>	2,6	2,7	2,3
<i>Allemagne</i>	2,2	2,5	2,5
<i>France</i>	2,3	2,9	2,3
<i>Royaume-Uni</i>	3,4	2,4	1,4
<i>Italie</i>	1,5	1,7	2,2
<i>Espagne</i>	3,4	3,6	3,2
<i>Pays-Bas</i>	3,3	3,4	2,5
<i>Belgique</i>	3,0	2,7	2,2

* (15 pays)

Taux d'intérêt internes



© REXECODE

loin pour l'instant d'une croissance à l'américaine.

On constate en outre que la pointe de croissance européenne date exactement du deuxième trimestre 1997, il y a plus d'un an. Depuis lors la croissance européenne a nettement faibli. Elle est retombée au voisinage de 2,5% et s'y maintient. La reprise s'avère en définitive relativement peu vigoureuse.

La croissance allemande semble hésiter

En Allemagne, le bâtiment semble au bout de sa longue phase de contraction, mais la production industrielle plafonne depuis le début de l'année. La tendance de la demande industrielle tend à s'effriter de même que les commandes nouvelles à l'industrie. La consommation rechute alors que l'indice de confiance des ménages est fortement remonté. Les commandes de biens d'équipement ont très fortement rebondi au début de l'année, puis elles ont plutôt reculé. La conjoncture allemande semble donc hésiter, peut-être en raison de la période électorale.

Très bonne conjoncture en Espagne, ralentissement marqué au Royaume-Uni

L'Espagne continue d'aller très bien mais deux pays sont en ralentissement plus ou moins marqué, l'Italie et le Royaume-Uni. En Italie, les enquêtes suggèrent un début de retournement industriel. Au Royaume-Uni, le retournement est plus ancien et très marqué. Les carnets de commande et les perspectives de production industrielle sont tombés à des points bas en quelques mois. Le nombre de logements commencés a fortement reculé. La hausse de la livre (de 20% en deux

ans en termes de change effectif) et la hausse du taux d'intérêt ont cassé la croissance anglaise sans d'ailleurs éviter un accroissement du déficit extérieur à 20 milliards de livres sterling, en rythme annuel.

Au total, la tendance de l'activité européenne est modérée. Elle n'était pas en accélération avant l'été et elle ne pourra pas éviter d'enregistrer l'impact des crises environnantes. Nous retenons une perspective de croissance européenne un peu inférieure à celle de juin dernier (2,3% en 1999 dans ces perspectives, 2,7% en juin dernier) car nous avons déjà intégré à l'époque un net ralentissement de la demande mondiale.

La France

La conjoncture française est depuis quelques trimestres légèrement plus forte que la moyenne européenne. Elle restait bonne jusqu'aux derniers mois mais elle n'était pas en accélération.

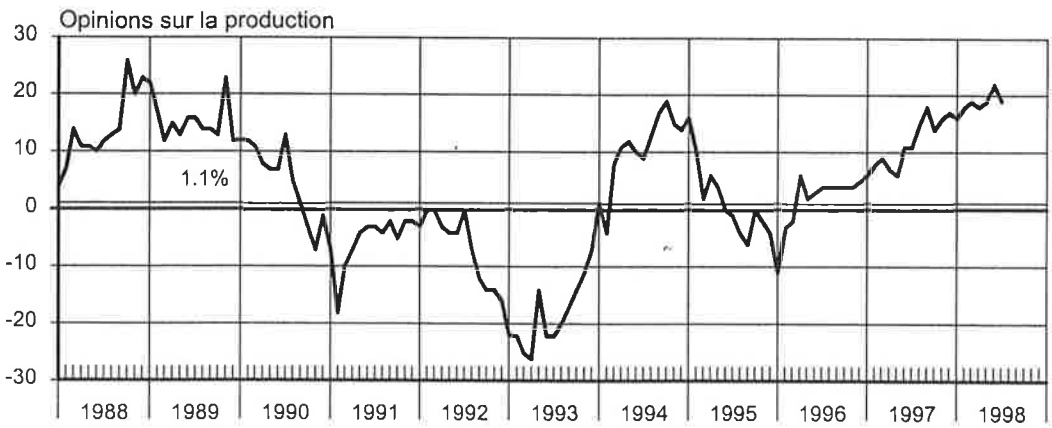
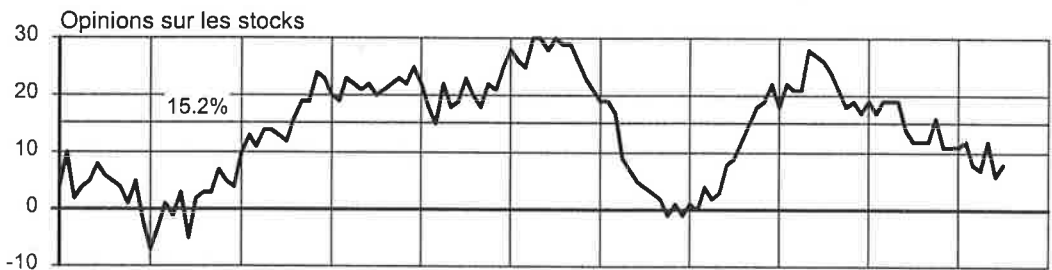
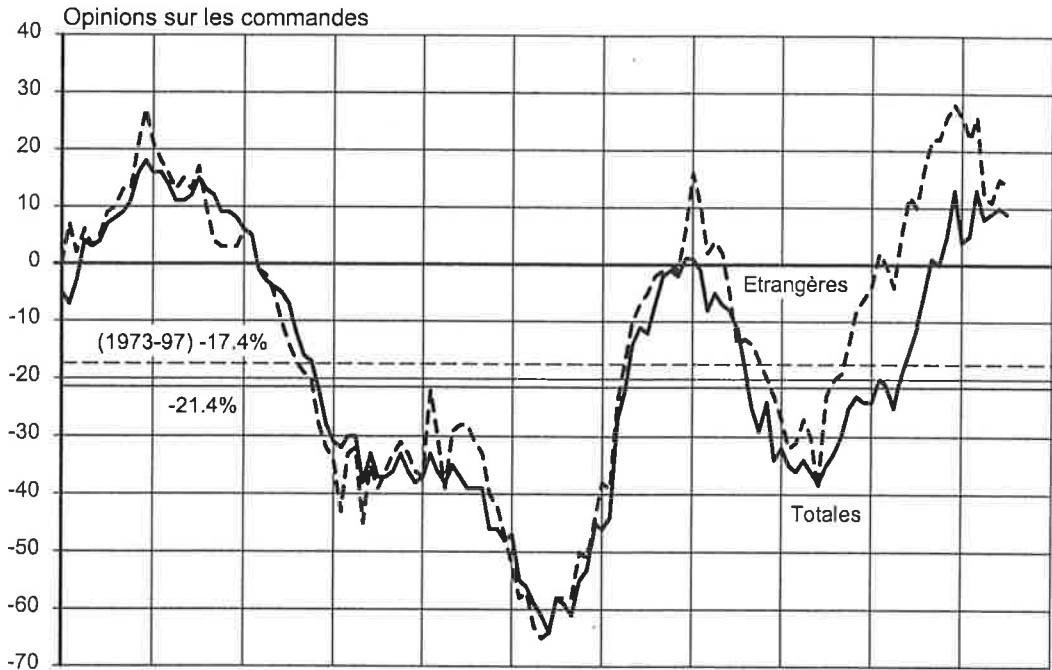
Deux secteurs tirent la croissance, la consommation et le bâtiment.

Les commerçants-détaillants comme les ménages étaient très optimistes en début juillet et la consommation à un niveau très élevé. Dans le bâtiment, les entrepreneurs constataient une accélération des commandes et ils anticipaient des perspectives d'activité favorables, avec un raffermissement des prix et une amélioration de leur trésorerie.

L'économie française enregistre néanmoins depuis plusieurs mois, l'effet du ralentissement du commerce mondial. Le commerce extérieur français est toujours très excédentaire avec toutefois des changements importants. Le chiffre d'affaires à l'exportation plafonne depuis

Enquête dans l'industrie

(solde des réponses en %)



© REXECODE

plus de six mois. L'excédent industriel s'effrite, notamment dans les échanges avec l'Union européenne.

L'industrie est en phase de ralentissement

L'enquête bimestrielle dans le commerce de gros confirme de grandes différences sectorielles. Les grossistes en biens de consommation affichaient avant l'été des opinions et des anticipations très positives sur leur activité. En revanche, les opinions des grossistes en biens intermédiaires et en biens d'équipement se sont retournées en juillet dernier. Par ailleurs, les prix des biens intermédiaires continuaient de reculer en juin. L'inflexion des biens intermédiaires est souvent annonciatrice d'un ralentissement industriel.

L'emploi suit la croissance

Le taux de chômage n'a plus baissé en juillet après plusieurs mois de recul. L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,4% entre fin mars et fin juin. Le profil de l'emploi suggère que pour le PIB le point haut de croissance est dépassé. Compte tenu des tendances extérieures et des événements récents, on peut craindre un nouveau ralentissement de l'emploi.

L'investissement tiendra-il ?

Une question importante concerne le comportement d'investissement pour 1999. Le rebond de la croissance a conduit à un redressement des dépenses d'équipement aux deux premiers trimestres de 1998 et à une hausse du taux d'utilisation des capacités de production, facteur favorable à la poursuite du mouvement. Pourtant, celle-ci ne semble pas aujourd'hui complètement assurée. Les importations de

biens d'équipement professionnels fléchissent et le solde des opinions des grossistes en biens d'équipement sur le volume de leurs ventes a baissé. L'inquiétude sur l'environnement mondial peut contribuer à renforcer la prudence des entrepreneurs dans leurs investissements.

Nous maintenons l'idée que l'investissement productif resterait la composante la plus dynamique de la demande en 1999, mais nous marquons un léger décrochement par rapport à 1998.

Incertitudes et aléas

Il paraît bien difficile dans le désordre actuel de probabiliser nos hypothèses et par conséquent la perspective privilégiée. Celle-ci résulte de choix décrits dans les pages précédentes. D'autres hypothèses sont évidemment possibles.

Deux données présentes viennent ouvrir l'éventail des possibles.

D'une part, l'instabilité présente doit beaucoup à un affaiblissement des capacités de réaction du pouvoir politique dans une large fraction du monde. L'observation vaut pour une partie de l'Asie du Sud-est, pour le Japon, pour la Russie et tout porte à croire qu'elle risque de s'étendre aux États-Unis. D'autre part, les évolutions économiques ne sont pas continues. L'ampleur des mouvements de

Croissance et emploi (variation en %)

	1997				1998	
	1	2	3	4	1	2
Croissance (PIB)	0,2	1,1	0,9	0,8	0,6	0,7
Emploi*	0,1	0,3	0,2	0,5	0,7	0,4

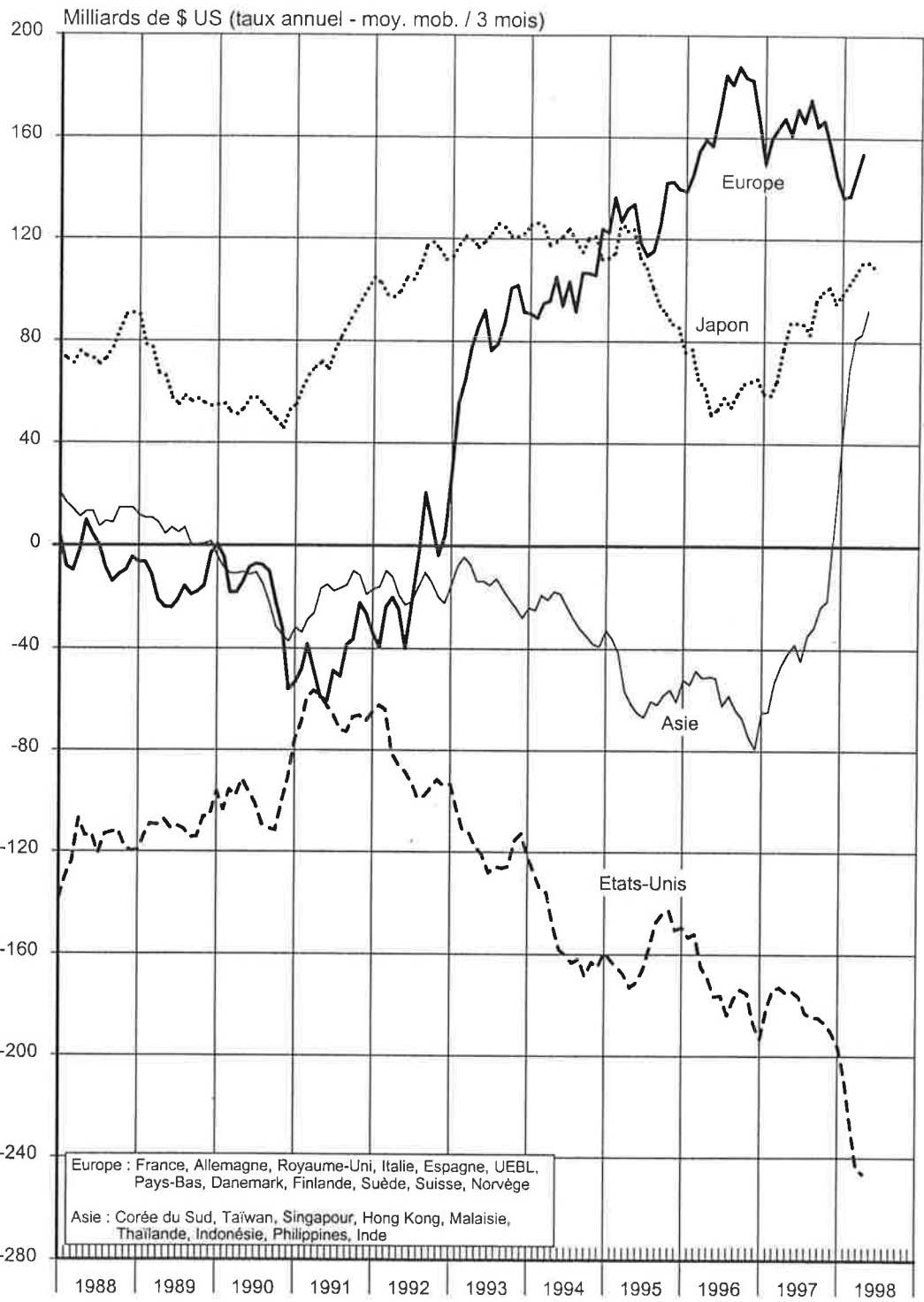
* glissements

Perspectives françaises (Taux de variation des volumes %)

	1997	1998	1999
PIB	2,3	2,9	2,3
Importations	7,7	7,6	5,3
Consommation	0,9	3,6	2,7
<i>FBCF totale</i>	<i>0,0</i>	<i>4,3</i>	<i>3,9</i>
<i>dont : productif</i>	<i>-0,4</i>	<i>7,0</i>	<i>5,6</i>
Exportations	12,6	4,8	3,6

Le maintien d'une croissance à un rythme supérieur à la moyenne des années 90 paraît possible.

Balances commerciales



© REXECODE

capitaux possibles est telle actuellement que des seuils peuvent être atteints susceptibles de provoquer de nouvelles ruptures et des discontinuités sans qu'une probabilité puisse être affectée à ces risques.

Un scénario plus optimiste peut-il être envisageable ?

L'expérience de 1998 montre que les bonnes surprises sont possibles. A l'automne 1997, la crise asiatique avait suscité de fortes craintes sur la croissance. Or, la croissance s'est maintenue au moins aux Etats-Unis et en Europe. Les effets immédiats (baisse des taux et de certains prix) ont en définitive plutôt soutenu la croissance des pays occidentaux (hors Japon). Après les crises récentes, on pourrait peut-être imaginer une prolongation de ce mécanisme en 1999, alors que son effet touchait à sa fin. Mais les baisses de cours déjà enregistrées rendent peu probable cette hypothèse.

On peut aussi envisager pour les Etats-Unis une croissance plus forte que celle que nous retenons en 1999. Aucun des facteurs qui mettaient fin aux cycles économiques dans le passé (dérapage des prix, des salaires et des taux d'intérêt) sont absents. En revanche, le dynamisme des comportements ne se dément pas. C'est dans une économie de services le facteur-clé de la croissance. La persistance d'une croissance américaine autour de 2,5% (et d'une croissance européenne entre 2,5 et 3%) endiguerait les difficultés des pays émergents et

contribuerait à tirer le Japon hors de la récession, ce qui en retour assureraient la croissance de l'Europe et des Etats-Unis.

Mais les aléas négatifs paraissent aujourd'hui plus nombreux.

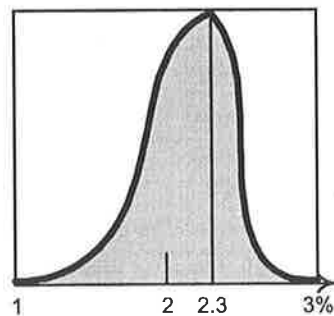
Les désordres financiers continuent à se propager. Il est facile d'imaginer des conséquences en chaîne conduisant à un ralentissement marqué de la croissance économique en 1999. Nos perspectives

retiennent le plus souvent des hypothèses favorables : impact russe limité, évolution contrôlée en Amérique latine, retour prochain à la croissance générale en Asie, y compris au Japon où la crise financière est pourtant loin d'être résorbée, enfin maintien

d'anticipations positives en Europe.

On peut facilement envisager pour une large partie du monde dans le contexte actuel des révisions de comportements des banques, des entreprises comme des ménages les conduisant à des attitudes beaucoup plus prudentes en matière de crédit, d'investissement et de consommation. Si tel était le cas, la reprise européenne, dont il faut souligner une fois encore qu'elle est restée peu vigoureuse, serait dans ce cas compromise. On ne voit plus très bien dans de telles hypothèses où se situeraient les facteurs de soutien de l'activité mondiale en 1999. A titre purement indicatif, le graphique ci-dessus indique le risque bas qui peut peser sur la croissance française de 1999.

Répartition des probabilités de la croissance française en 1999



Prévisions par pays

Etats-Unis

Encore soutenue au premier trimestre (5,5% l'an), la croissance s'est nettement modérée au deuxième trimestre pour ressortir à 1,6% l'an. Le ralentissement en cours, qui touche la sphère industrielle, s'est trouvé amplifié par l'effet des grèves et ne peut donc pas être considéré comme l'annonce d'un retournement. L'analyse de la situation économique américaine demeure cependant délicate, l'avenir est assez incertain.

Le premier point à souligner est que l'inflation reste très modérée. Sur les quatre derniers trimestres connus, la hausse des prix du PIB dépasse à peine 1%. Simultanément, les prix à l'importation ont reculé de 4,8%. Aussi comprend-on que les prix à la consommation restent "sages", en hausse de 1,6% sur les douze derniers mois connus. Ceci donne des degrés

de liberté au Système fédéral de Réserve et peut rassurer quant à l'avenir à court terme de la conjoncture. Dans le passé c'est le dérapage inflationniste qui a mis fin à toutes les phases haussières du cycle.

Le second point à rappeler est que les comptes publics sont désormais largement excédentaires (vraisemblablement de l'ordre de 1,3% du PIB en 1998) de sorte que la dette publique continue de reculer. Le maintien ces dernières années d'une gestion rigoureuse des dépenses en dépit de rentrées fiscales plus abondantes que prévu, confère aux autorités budgétaires des marges de manoeuvre pour soutenir éventuellement l'économie.

Le double fait que la croissance reste jusqu'à présent non inflationniste et que les comptes publics soient redevenus excédentaires ne doit cependant pas occulter certains déséquilibres internes inextrapolables. La baisse du taux d'épargne des ménages à moins de 1% de leur revenu disponible d'une part et l'augmentation du besoin de financement des sociétés non financières consécutive au repli de leurs profits et à la poursuite d'un vif courant d'investissement d'autre part, ne peuvent être extrapolées. Les corrections pèseront sur la demande intérieure. Le ralentissement de l'activité qui en résultera, sera accentué par la poursuite probable de la contraction des exportations touchées cette fois par les difficultés de l'Amérique latine et la décélération de l'économie canadienne. Après une avance de 3,3% en 1998, le volume du PIB augmenterait ainsi de 1,3% en 1999.

Dans ce scénario, qui est d'ailleurs celui que nous proposons depuis décembre dernier, le marché du travail se détendrait avec un taux de chômage repassant au-dessus de

Un risque d'arrêt plus brutal de la consommation et de l'investissement

ETATS - UNIS

	1996	1997	1998	1999
<i>Variations annuelles en %</i>				
PIB (en volume)	3,4	3,9	3,3	1,3
Demande interne stocks compris	3,6	4,2	4,7	2,0
Demande interne hors stocks	3,6	3,8	4,9	2,3
Consommation privée	3,2	3,4	4,5	2,5
Dépenses publiques	1,1	1,3	0,8	1,6
FBCF totale	8,8	8,5	11,6	2,3
logement	7,4	2,5	9,3	-0,8
productif	9,3	10,7	12,4	3,3
Exportations (biens et services)	8,5	12,8	0,1	-0,5
Importations (biens et services)	9,2	13,9	10,9	4,6
Prix de détail	2,9	2,3	1,6	2,1
Gains horaires*	3,4	3,9	4,1	3,8
Balance courante (taux annuel) - mrd \$-135	-155	-232	-284	
<i>Moyenne sur la période</i>				
Bons du Trésor à 3 mois	5,2	5,2	5,0	4,4
Obligations d'Etat à 10 ans	6,4	6,4	5,4	4,7
1 \$ = ...euro	0,79	0,88	0,90	0,84
1 \$ = ...D.M	1,51	1,74	1,77	1,65
1 \$ = ...yens	109	121	135	130
1 \$ = ...FF	5,12	5,84	5,94	5,53
1 £ = ... \$	1,56	1,64	1,63	1,59

* Moyenne sur la période

5%. Les pressions salariales se modéreraient de sorte que le Système fédéral de Réserve pourrait desserrer son étreinte monétaire. Le taux des bons du Trésor à 3 mois pourrait glisser jusqu'à 4% en fin d'exercice prochain. Malgré le ralentissement projeté du volume des importations : +4,6% en 1999 après 10,9% en 1998, le déficit extérieur ne se résorberait pas. Au contraire, il s'accroîtrait encore en raison de la baisse probable des exportations qui se poursuivra. La réévaluation du change effectif du dollar depuis plus de deux ans devrait aussi se traduire par des pertes de parts de marché. Au total, le déficit courant estimé à 232 milliards \$ pour l'exercice en cours se creuserait encore pour se stabiliser dans la zone des 285 milliards \$ en 1999. Les Etats-Unis continueraient de soutenir la conjoncture mondiale mais de plus en plus modérément.

En regard de celle du consensus qui est à 2,2%, notre perspective à 1,3% peut paraître pessimiste. Elle suppose une correction modérée sur la consommation des ménages, plus nette sur l'investissement productif. En ces domaines, la tenue de Wall-Street sera déterminante au cours des prochains mois. Un scénario plus optimiste ne peut être exclu, qui aurait cependant des incidences négatives pour la balance des comptes courants, un scénario plus pessimiste ne peut l'être non plus, qui aurait un impact majeur sur la conjoncture mondiale.

Japon

Comme l'ont confirmé les comptes du deuxième trimestre 1998, le Japon est confronté à une récession particulièrement sévère. La baisse du PIB en volume et en valeur est le résultat d'évolutions négatives de chacune des composantes de la demande intérieure. Ce cumul d'effets dépressifs traduit l'ampleur de la

crise actuelle, qu'il est courant d'appeler « crise de défiance généralisée » dans le système économique de l'archipel. Ainsi les ménages réduisent leurs achats tandis que les entreprises diminuent leurs investissements. Ce climat dépressif a par ailleurs conduit le Japon à un certain repli sur soi, puisqu'il a réduit massivement ses importations au premier semestre 1998.

D'une certaine manière le possible recul sensible du PIB que d'aucuns imaginaient il y a un an mais n'osaient inscrire dans leurs prévisions, compte tenu de la récurrente capacité du gouvernement à relancer la croissance, s'est matérialisé au premier semestre. Par ailleurs, il y a un an, la forte récession japonaise faisait si peur, alors que venait juste d'éclater la crise en Asie, qu'un certain consensus s'était établi parmi les économistes pour ne pas retenir un scénario trop noir pour la croissance japonaise. Ainsi

**Le Japon peut retrouver
une croissance positive
en 1999**

JAPON				
	1996	1997	1998	1999
	<i>Variations annuelles en %</i>			
<i>PIB (en volume)</i>	4,1	0,8	-2,4	1,0
<i>Demande interne stocks compris</i>	5,0	-0,5	-3,1	0,8
<i>Demande interne hors stocks</i>	5,0	-0,5	-3,0	0,9
<i>Consommation privée</i>	2,9	1,1	-1,6	0,6
<i>Consommation publique</i>	1,5	-0,2	0,7	0,9
<i>FBCF totale</i>	10,1	-3,7	-6,9	1,4
<i>FBCF productif privé</i>	9,4	4,4	-9,1	-3,3
<i>FBCF logement</i>	13,5	-15,2	-11,0	-3,5
<i>FBCF publique</i>	9,4	-11,9	0,5	13,2
<i>Exportations de biens et services</i>	3,4	10,9	-1,3	3,6
<i>Importations de biens et services</i>	11,5	-0,1	-7,2	2,5
<i>Prix de détail</i>	0,1	1,7	0,3	0,1
<i>Gains mensuels</i>	2,2	0,6	-1,1	0,4
	<i>Moyenne sur la période</i>			
<i>Balance courante (mrds \$ - taux annuel)</i>	65,8	94,5	120	125
<i>Euro-yen à 3 mois</i>	0,5	0,5	0,50	0,25
<i>Obligations d'Etat à 10 ans</i>	3,0	2,2	1,40	1,10
<i>1 US\$ = ...yens</i>	109	121	135	130
<i>1 Euro = ...yens</i>	138	137	151	155
<i>1 DM = ...yens</i>	72,3	69,7	76,4	78,6
	* <i>Moyenne sur la période</i>			

en juin 1998 l'OCDE n'inscrivait qu'un recul de 0,3% du PIB dans ses perspectives pour l'année en cours. Désormais alors que la récession est effective et importante et que la stabilité asiatique doit davantage au comportement chinois qu'au dynamisme japonais, la question centrale est de savoir quelles formes prendront les ajustements dans trois secteurs en particulier : la finance, l'industrie et l'organisation du pouvoir politique.

Face à cette triple interrogation notre scénario a retenu une réponse globale plutôt favorable au développement de moyen terme du Japon. En effet la croissance légèrement positive que nous inscrivons pour 1999 repose intégralement sur le dynamisme de l'investissement public qui devrait être réalisé dans les six mois à venir, conformément au plan de relance décidé en mars dernier par le gouvernement. Par contre, nous retenons un recul de l'investissement productif privé pour 1999 (-3,1%) après une forte baisse en 1998 (-9,1%). Cet ajustement indiquerait que l'industrie japonaise cesserait de répondre aux coups conjoncturels qu'impliquent les relances publiques récurrentes, pour davantage rechercher la rentabilité à long terme. Ce changement de stratégie devrait peser à court-terme sur l'emploi et sur la rémunération des salariés. Celle-ci progresserait lentement en 1999 après une baisse de 1,1% en 1998. Dans ce contexte la consommation devrait rester modérée. L'ampleur de sa progression dépendra de la manière dont les japonais percevront les changements que nous retenons. En particulier s'ils avaient davantage confiance dans les changements structurels que nous retenons, leur optimisme plus solide entraînerait un taux d'épargne plus bas et une consommation plus ferme.

Le scénario central de croissance

faible qui cache des évolutions opposées entre les comportements des agents privés et publics repose, par ailleurs, sur deux hypothèses importantes. La première concerne le niveau de désagrégation du secteur financier. Faute de disposer de données particulièrement fiables et dans l'incapacité d'être certain des mesures qui seront effectivement mises en oeuvre pour réformer les institutions, nous ne pouvons qu'être prudents sur les capacités des banques de jouer leur rôle de financement d'une économie qui doit faire preuve d'imagination pour connaître une croissance forte. Cependant nous ne retenons pas un scénario plus noir où la panique s'emparerait des épargnants japonais. La deuxième hypothèse concerne le système politique. Malgré les incertitudes actuelles nous n'envisageons pas de détérioration importante du climat social. D'une certaine manière le consensus latent qui entoure les « décisions » économiques ne devraient pas être remis en cause.

Allemagne

Le ralentissement de la croissance du PIB allemand au deuxième trimestre (0,4% l'an) était attendu après un premier trimestre exceptionnel (5,9% l'an) marqué par une conjonction de faits favorables. En raisonnant sur le premier semestre dans son ensemble, il ressort que le PIB a progressé de 3,3% l'an. Moteur de la croissance allemande l'an dernier, la demande extérieure nette a contribué négativement (-0,9% l'an) au PIB au premier semestre. Si la demande intérieure a pris le relais, force est de constater la faiblesse persistante de la consommation des ménages et de l'investissement, toujours marqué par la poursuite de l'ajustement dans le secteur de la construction. L'enjeu principal du scénario, qui prévoit une croissance

modérée de 2,5% en 1997 et 1998, réside dans la capacité de la demande intérieure de relayer durablement une contribution extérieure prévue en nette perte de vitesse. En particulier, le ralentissement des exportations pourrait conduire les entreprises allemandes à revoir à la baisse leurs projets d'investissement.

Sur la période récente, le repli marqué des commandes extérieures et le ralentissement du mouvement d'amélioration de la compétitivité allemande (avec des coûts de production encore largement supérieurs qu'ailleurs) laissent entrevoir une dégradation des perspectives ainsi que de nouvelles pertes de parts de marché en 1999 pour le secteur exportateur. Depuis 1995, la compétitivité allemande s'est certes améliorée (dépréciation du mark, modération salariale et restructurations) mais elle reste insuffisante. Les gains de parts de marché de 1997-98 s'expliquent essentiellement par la structure du commerce extérieur allemand : en exportant principalement des biens d'équipement, l'économie allemande a pleinement profité du redémarrage de l'investissement productif dans les pays de l'Union Européenne et d'Europe de l'est.

Le marché intérieur est resté plus mou que prévu. Avec la chute enregistrée au deuxième trimestre (-2,7% l'an), la contribution de la consommation des ménages à la croissance est inférieure à 1% l'an sur le premier semestre. Ce résultat décevant provient pour partie de la moindre progression du pouvoir d'achat et de la légère remontée du taux d'épargne des ménages allemands. La reprise de la consommation privée demande en fait toujours confirmation. Le marché automobile n'échappe pas à cette remarque et les ventes au détail sont restées très peu dynamiques. Les améliorations sensibles

enregistrées sur le marché de l'emploi devraient toutefois permettre à la consommation de s'affermir (1,4% en 1998 et 2,5% en 1999). Avec 38 000 emplois créés en mai et 28 000 en juin, dernier point connu, la baisse du chômage (10,9% de la population active fin août) s'explique désormais enfin par un début de reprise de l'emploi.

Les principales interrogations concernent l'investissement. La FBCF en biens d'équipement, après un premier trimestre dynamique mais ponctué de plusieurs aléas, semble fléchir. Les commandes intérieures sont reparties à la hausse en juillet, mais le retournement profond des commandes étrangères conduit à s'interroger sur la tendance à venir. Le maintien du taux d'utilisation des capacités de production à un niveau haut dans l'industrie depuis la mi-1997 conjugué aux difficultés d'un redémarrage durable de l'investissement productif peut être inter-

Fin de la récession dans
la construction en
Allemagne

ALLEMAGNE				
	1996	1997	1998	1999
	<i>Variations annuelles en %</i>			
PIB (en volume)	1,4	2,2	2,5	2,5
Demande interne stocks compris	0,8	1,2	2,7	2,8
Demande interne hors stocks	1,0	0,1	1,5	2,8
Consommation privée	1,4	0,2	1,4	2,5
Consommation publique	2,6	-0,4	2,1	2,2
FBCF totale	-1,2	0,2	2,2	4,2
Construction	-3,1	-2,2	-2,1	2,4
Equipement	1,9	3,9	8,6	6,5
Exportations de biens et services	5,1	10,7	5,6	3,5
Importations de biens et services	2,8	7,0	5,8	5,0
Déflateur du PIB	1,0	0,6	1,1	1,3
Gains horaires (toutes activités)	2,3	1,2	1,6	2,2
Balance courante				
en mrd\$ DM	-20,7	-6,9	2,3	2,0
en mrd\$ \$	-13,8	-4,0	1,3	1,2
	<i>Moyenne sur la période</i>			
Taux interbancaire à 3 mois	3,3	3,3	3,5	3,5
Emprunt d'Etat à 10 ans	6,2	5,7	4,6	4,0
1 \$ = ... DM	1,51	1,73	1,77	1,65
1 écu/euro = ... DM	1,91	1,96	1,97	1,97
1 DM = ... FF	3,40	3,37	3,35	3,35

prété comme le signe d'une insuffisance de compétitivité de l'appareil productif allemand, en raison du niveau élevé de ses coûts salariaux. La FBCF construction continue en outre de peser sur les comptes. Sa contribution négative à la croissance au premier semestre (-0,8%) annule pratiquement la contribution positive de la composante "biens d'équipement" (1,2%). Dans le résidentiel, le rebond attendu des permis de construire à l'ouest compense la chute vertigineuse (et qui se poursuit) dans la partie orientale. Les autorisations de construire dans le non-résidentiel sont par contre nettement reparties à la hausse. Pour 1999, la fin de l'ajustement à la baisse du secteur de la construction se dessine. A 11% du PIB, le taux d'investissement en construction se rapproche fortement de la moyenne européenne.

France

L'activité économique française est restée soutenue jusqu'au second trimestre de 1998. Les chiffres des comptes trimestriels ont révisé en hausse de 2,2% à 2,5% la croissance du PIB en rythme annualisé au premier trimestre. Ils estiment la croissance à 2,8% au second trimestre. Même si la croissance est en ralentissement depuis le second trimestre de 1997, elle reste relativement. L'acquis de croissance pour 1998 est de 2,5%. La croissance au troisième trimestre devrait être encore élevée, soutenue par la demande intérieure et majorée d'un quart de point grâce à un effet calendaire favorable.

Depuis le début de l'année 1998, nous avons observé un changement net de la nature de la croissance. Alors que la demande extérieure avait tiré la croissance en 1997, les exportations françaises plafonnent depuis le début de l'année. Ce net ralentissement de la demande extérieure devrait se prolonger au second semestre. La contribution des échanges extérieurs avait été de 1,5% en 1997. Elle serait de -1,4% au premier semestre et de -1% au second.

Parallèlement la demande intérieure est plus soutenue que ce que nous envisagions en juin dernier. Du côté de la consommation des ménages, les derniers indicateurs sont très bien orientés : la consommation de produits manufacturés a progressé de 5,3% en rythme annualisé au premier semestre. Les immatriculations de voitures sont en progression de 6% sur les trois derniers mois. La consommation resterait bien orientée du fait du haut niveau de l'indice de confiance des ménages et de la nette amélioration du marché de l'emploi. Dans notre scénario, nous envisageons une baisse temporaire du taux d'épargne qui soutient la consommation.

FRANCE

	1996	1997	1998	1999
	<i>Variations annuelles en %</i>			
PIB (en volume)	1,6	2,3	2,9	2,3
Demande interne stocks compris	0,9	0,8	3,8	2,8
Demande interne hors stocks	1,6	0,8	3,3	2,8
Consommation privée	2,0	0,9	3,6	2,7
Consommation publique	2,6	1,2	1,4	1,9
FBCF totale	-0,5	0,0	4,3	3,9
logement	-1,0	-0,6	2,0	2,2
productif	0,6	-0,4	7,0	5,6
administrations publiques	-7,5	0,2	0,3	1,1
Exportations de biens et services	5,2	12,6	4,8	3,6
Importations de biens et services	3,0	7,7	7,6	5,3
Déflateur du PIB	1,2	0,9	0,9	1,2
Prix de détail	2,0	1,2	0,8	1,1
Balance courante				
en mrds F	105	233	221	218
en mrds \$	20,5	39,9	37,2	39,5
	<i>Moyenne sur la période</i>			
Marché interbancaire à 3 mois	3,9	3,5	3,5	3,5
Obligations d'Etat à 10 ans	6,3	5,6	4,6	4,0
1 \$ = ...FF	5,12	5,84	5,94	5,53
1 Euro = ...FF	6,49	6,61	6,62	6,60

L'investissement productif a été très dynamique sur les deux premiers trimestres, en accord avec les anticipations des industriels dans l'enquête investissement de janvier et avril. La remontée des taux d'utilisation dans tous les secteurs industriels jusqu'au mois de juillet soutient aussi l'idée d'un redémarrage de l'investissement. Avec un investissement en construction qui revient sur une pente positive et un investissement en biens d'équipement qui progresserait de 9%, l'investissement des entreprises progresserait de 7% en 1998.

La baisse des taux d'intérêt profite aussi aux ménages dont l'investissement en logement est plus dynamique.

Au total, le ralentissement de la demande extérieure est plus que compensé par le raffermissement de la demande intérieure, ce qui conduit à une petite révision en hausse de nos perspective de croissance en 1998.

Pour 1999, le scénario intègre le ralentissement de la demande extérieure adressée à la France, du fait du ralentissement des Etats-Unis et des zones émergentes en crise. Entre 1997 et 1999, la croissance de la demande mondiale adressée à la France est diminuée de moitié. Les exportations françaises ne progresseraient que de 3,6% en 1999, la demande mondiale adressée à la France progressant de 4,2%. La France pâtirait d'une perte de compétitivité avec un taux de change effectif qui s'apprécie de plus de 3%, et perdrait quelques parts de marchés. En terme de profil instantané, nos exportations progresseraient plus vite au second semestre 1999 sous l'effet du rebond projeté des importations de la zone asiatique.

La demande intérieure reste soutenue mais elle ralentit. L'inflation reste tirée par le bas du fait de la baisse des prix des produits de base, et des prix des produits importés. La progression des salaires resterait contenue. L'emploi serait relativement fort, avec une fin de cycle de la productivité. Les entreprises pâtissent du ralentissement des prix, et de la faible productivité et voient leur taux de marge se dégrader lentement.

Le changement de nature de la croissance et la baisse des taux longs sont favorables à la réduction du déficit public. Avec un excédent primaire en 1998 et 1999, et une baisse des charges d'intérêt en 1999, le déficit se réduit à 2,8% en 1998 et à 2,4% en 1999, sans arrêter la montée du poids de la dette dans le PIB.

Royaume-Uni

Les signes de ralentissement de l'économie se multiplient. De 3,6% au troisième trimestre 1997, la croissance du PIB (aux coûts des facteurs) est revenue à 2% aux premier et deuxième trimestres de cette année. Surtout, les résultats des enquêtes menées tant dans l'industrie que dans les services ont continué de se dégrader jusqu'en août. En particulier, dans le secteur manufacturier, les industriels indiquent un gonflement des stocks et l'opinion sur les perspectives de production a fortement chuté, retombant à un niveau comparable à celui du début 1991. A l'époque, la production manufacturière avait baissé d'environ 6% en l'espace de six mois alors que, dans la situation présente, elle n'a fait que stagner. Une récession dans le secteur est donc à craindre au deuxième semestre. Par ailleurs, au printemps, les mises en chantier de logement n'ont fait que se stabiliser

après une forte rechute en début d'année; aussi faut-il s'attendre sinon à une nouvelle baisse de l'activité dans la construction du moins à une stagnation.

En définitive, le compte présenté ci-contre peut être jugé optimiste car les résultats d'enquête sont parfaitement compatibles avec un recul du PIB sur la deuxième partie de 1998. Si nous n'avons pas retenu cette éventualité c'est que nous pensons que la consommation des ménages devrait encore soutenir la croissance au deuxième semestre 1998 malgré le ralentissement de l'investissement et des exportations et une contribution négative des stocks. Pour 1999, l'allure de la consommation des ménages est amenée à se modérer de façon sensible puisqu'elle descendrait en dessous de 2% l'an. Mais ceci serait compensé par une réaccélération progressive des exporta-

tions justifiée par la baisse de la livre. Enfin, dans un contexte de ralentissement conjoncturel assez marqué, de baisses des prix des produits de base sur les marchés internationaux, l'inflation serait amenée à ralentir malgré la dépréciation du change, ce qui autoriserait une détente de la politique monétaire.

Nos perspectives dépendent étroitement des hypothèses sur la consommation privée. Sur la période récente, les indicateurs sont encore globalement favorables. En moyenne sur juillet-août, les immatriculations d'automobiles sont en retrait de 4% par rapport au niveau moyen du deuxième trimestre. Mais sur les mêmes périodes de comparaison, les ventes au détail se sont ressaisies progressant de 3,3% contre seulement 1% au deuxième trimestre.

Le dynamisme de la consommation des ménages repose sur l'emploi (+1,6% l'an au deuxième trimestre) et une accélération des gains de pouvoir d'achat des salaires liée notamment à d'importantes distributions de primes en début d'année. Avec la baisse probable de l'activité dans l'industrie et au mieux la stagnation dans la construction, la croissance de l'emploi ne peut que se modérer. De plus, l'effet «primes» va fortement s'atténuer. Toutefois, le pouvoir d'achat des salaires devrait se maintenir en raison des revalorisations générales récemment accordées. En juin, la moyenne sur les douze derniers mois des augmentations générales s'établissait à 3,8% contre 3,4% au début 1998. Il faut y ajouter une dérive positive mais très cyclique concentrant l'effet de tous les autres facteurs influençant le salaire moyen (glissement- vieillesse-technicité, temps partiel, heures supplémentaires, primes); hors primes, cette dérive est de l'ordre de 1%. On peut

Le Royaume-Uni subit les conséquences de taux d'intérêt élevés et d'une livre sterling trop chère.

ROYAUME - UNI

	1996	1997	1998	1999
<i>Variations annuelles en %</i>				
PIB (en volume)	2,2	3,4	2,4	1,4
Demande interne stocks compris	2,5	3,7	3,6	1,5
Demande interne hors stocks	2,7	3,8	3,4	1,7
Consommation privée	3,6	4,6	3,7	1,9
Consommation publique	1,2	0,2	1,3	1,4
FBCF totale	1,5	5,2	4,5	1,1
Construction	1,0	4,2	5,7	3,2
Équipement	2,1	6,5	3,1	-1,5
Exportations de biens et services	6,8	8,0	0,9	2,7
Importations de biens et services	8,4	9,2	4,7	2,8
Prix de détail	2,4	3,1	3,4	2,1
Gains mensuels (toutes activités)	3,9	4,4	4,7	3,3
Balance courante				
mrds £	-1,9	4,5	-12,5	-13,6
mrds \$	-2,9	7,3	-20,3	-21,6
<i>Moyenne sur la période</i>				
Marché interbancaire à 3 mois	6,0	6,8	7,6	6,9
Obligations d'Etat à 10 ans	7,8	7,0	5,7	5,0
1 £ = ...\$	1,57	1,64	1,63	1,59
1 £ = ...euro	1,23	1,45	1,46	1,33
1 £ = ...DM	2,35	2,85	2,89	2,63
1 £ = ...FF	8,00	9,57	9,66	8,79

donc estimer que, hors primes, la hausse moyenne des salaires était, à l'été 1998, toujours proche de 5%. En 1999, avec le ralentissement conjoncturel, les augmentations générales et plus encore les primes seront bien moins généreuses qu'en 1998. Le ralentissement de l'emploi aidant et malgré la modération de l'inflation, le pouvoir d'achat de la masse salariale devrait très nettement décélérer. De plus, dans un contexte de remontée du chômage, il ne faut pas s'attendre à une nouvelle baisse du taux d'épargne. Les flux nets de crédits à la consommation plafonnent depuis le début de l'année. Aussi, même dans l'hypothèse optimiste d'un maintien de ces flux jusqu'à la fin 1999, la contribution des crédits à la consommation, d'encore 0,4 point en 1998, disparaîtrait-t-elle en 1999.

Italie

La détérioration de la conjoncture internationale, une légère décélération de la demande interne se traduisent par une reprise plutôt faible de l'économie, en moyenne 1.7 % en 1998, malgré un léger recul au premier trimestre, 2.2% en 1999. L'inflation resterait faible tandis que la situation des comptes publics ne permettrait pas une réduction de la pression fiscale pendant encore plusieurs années, en dépit de la consolidation des résultats de 1997. Le taux de chômage ne devrait pas descendre vraisemblablement sous la barre des 11.9%.

Les données recueillies sur les derniers mois donnent un tableau contrasté de l'économie italienne. L'enquête ISCO souligne la stabilité voire le recul de la production industrielle (respectivement 0 et -0.2% en variation trimestrielle pour les deux premiers trimestres en données corrigées des jours ouvrables). Ces ré-

sultats sont d'ailleurs fortement tirés par la production automobile et la production de biens de consommation non durables (respectivement 1.3% et 1.1% sur la même période).

Dans le même temps, l'excédent commercial qui s'était dégradé tout au long de l'année 1997 se stabilise à des niveaux élevés sur les cinq dernières années (autour de 50 trillions de lires l'an). A la suite d'un premier semestre relativement dynamique, encore très influencé par les aides gouvernementales pour l'achat des voitures, les importations devraient reprendre une tendance plus modérée, à des taux de croissance inférieurs à ceux des exportations, puisque les facteurs qui les avaient amenées à des niveaux élevés (reconstitution des stocks, automobiles) vont tendre à disparaître. Cependant, l'exposition directe de l'Italie aux pays émergents en crise et les pertes indirectes de parts de marché de-

Une croissance toujours hésitante en Italie

ITALIE				
	1996	1997	1998	1999
<i>Variations annuelles en %</i>				
<i>PIB (en volume)</i>	0,7	1,5	1,7	2,2
<i>Demande interne stocks compris</i>	0,3	2,5	2,7	2,1
<i>Demande interne hors stocks</i>	0,6	1,5	2,1	2,8
<i>Consommation privée</i>	0,8	2,4	1,4	2,6
<i>Consommation publique</i>	0,2	-0,7	1,2	1,1
<i>FBCF totale</i>	0,4	0,6	5,6	5,3
<i>Construction</i>	1,1	-1,6	2,7	2,7
<i>Equipement</i>	-0,3	2,6	8,2	7,5
<i>Exportations de biens et services</i>	-0,2	6,3	5,5	4,3
<i>Importations de biens et services</i>	-2,0	11,8	10,3	4,3
<i>Prix de détail</i>	3,8	1,8	1,8	1,8
<i>Gains horaires (toutes activités)</i>	4,1	4,4	2,5	2,9
<i>Moyenne sur la période</i>				
<i>Balance courante</i>				
<i>(taux annuel) - 1000 mrds lires</i>	63,4	61,9	62,2	71,6
<i>Milliards de \$</i>	41,1	36,4	35,9	43,9
<i>Taux Euro-Lire à 3 mois</i>	8,69	6,79	4,85	3,5
<i>Emprunt Phare à 10 ans</i>	9,22	6,74	4,92	4,2
<i>1 \$ = ... Lires</i>	1543	1703	1730	1634
<i>1 Euro = ... Lires</i>	1958	1930	1949	1949
<i>1 DM = ... Lires</i>	1025	982	987	990
<i>1000 Lires = ... Francs</i>	3,32	3,43	3,40	3,39

vraient aussi peser sur les exportations. L'Italie semble particulièrement exposée par rapport aux autres pays européens (7.5% de ses exportations sont à destination des pays de l'est contre 3.5% pour la France).

En dépit de la bonne tenue de l'investissement, la demande interne hors stocks se situe en deçà des niveaux espérés. D'après les enquêtes dans les industries manufacturières, les perspectives de production et le niveau des carnets de commandes sont en net recul depuis le début de l'année, même s'ils se situent à un niveau élevé par rapport aux dernières années. Le niveau de la consommation publique semble atteindre son point haut, compte tenu des contraintes budgétaires, et il semble que les consommateurs (dont la demande n'a augmenté que de 0.2% au premier trimestre en rythme annuel) comme les entreprises attendent un nouveau desserrement de la politique monétaire. Des taux d'intérêt élevés, associés à une politique budgétaire tendue pour faire face à l'échéance de l'euro, ont contribué au ralentissement. La fin de la prime à la casse en juillet devrait par ailleurs fortement peser sur le marché automobile au cours du second semestre.

Le revenu disponible des ménages s'accélère légèrement. L'avance des salaires ressort à 0.8% en termes réels en juillet, en forte décélération par rapport à l'année précédente, et devrait se maintenir à ces niveaux jusqu'en 1999 tandis que l'emploi devrait reprendre sa croissance à la suite des investissements. Cependant, la reprise de la consommation devrait s'appuyer d'une part sur le desserrement attendu de la politique monétaire (près de 150 points de base en un an) et d'autre part sur la baisse de la pression budgétaire, qui avait pesé sur la consommation pri-

vée au premier semestre 1998. Enfin, il convient de rappeler la hausse quasi-continue depuis 1997 du marché boursier, largement détenu par des investisseurs privés (60% en un an malgré la chute depuis avril).

Pour finir, signalons que les besoins de financement sur les huit premiers mois de l'année restent difficiles à interpréter puisque les ménages ont la possibilité de différer les impôts dus en mai en novembre. Pour le moment, le cumul du besoin de financement du secteur public ressortirait à environ 59.8 mille milliards de liras l'an contre 47.4 mille milliards à la même période de l'an passé.

Espagne

Les comptes nationaux du premier trimestre 1998 font ressortir une croissance du PIB de 3,7% l'an, rythme qui, selon les premières estimations gouvernementales, s'est maintenu au deuxième trimestre. La vigueur du cycle économique est expliquée en majeure partie par la demande intérieure privée, dont l'avance instantanée ressort à 4,7% l'an au premier trimestre. Le recul de la consommation publique et la contribution des échanges extérieurs (devenue négative) n'ont pas entamé le dynamisme de l'économie espagnole. Il est certain que l'exposition de l'Espagne vis-à-vis des zones en crise (presque 6% de ses exportations sont écoulées en Amérique latine, 3% en Asie) devrait accroître, au cours des prochains trimestres, le freinage exercé par la demande extérieure. Toutefois, étant donnée l'excellente tenue de la consommation et de l'investissement (notamment la FBCF construction), notre scénario n'en est que légèrement modifié. En moyenne annuelle, la croissance serait de 3,6% en 1998 et de 3,2% en 1999.

Les éléments de soutien de la demande intérieure sont en effet nombreux: baisse des taux d'intérêt, amélioration de l'emploi, progression des gains réels, allègement de la ponction fiscale des personnes physiques. La diminution des taux d'intérêt hypothécaire (divisés par deux en deux ans) soutient un secteur de la construction en pleine expansion, particulièrement dans le segment non résidentiel. Le climat de confiance des consommateurs ne cesse de s'améliorer. Avec un crédit meilleur marché qui progresse de près de 15% l'an, il s'ensuit une forte hausse des ventes au détail (+8% sur un an en juin 1998) et une explosion du marché automobile (1,3 million d'immatriculations par an). Du côté des chefs d'entreprises, les derniers résultats d'enquête relative aux perspectives de production et aux carnets de commande sont bons, et suggèrent le maintien d'un fort rythme d'investissement.

La pression déflationniste en provenance des marchés mondiaux de matières premières contribue, par le biais de la composante énergie, à la maîtrise des prix de détail. En août, leur avance annuelle ressort à 2,1%. Parallèlement, bien que les gains horaires et les salaires des conventions collectives ralentissent, le pouvoir d'achat de la masse salariale continue de progresser sur une tendance proche de 5% l'an grâce à la sensible amélioration du marché du travail (+350.000 créations d'emplois par an). A la mi-1998, le nombre de chômeurs enregistrés a diminué de près de 250.000 personnes en un an.

Ajouté au ralentissement de la demande mondiale, le renforcement prévu de l'euro contre le dollar et contre les devises des zones émergentes devrait toutefois contribuer à creuser la balance commerciale du-

rant les prochains trimestres. Toutefois, la fixation irrévocable du change de la peseta à un taux avantageux vis-à-vis des pays de la "zone euro" est propre à soutenir la compétitivité de l'Espagne en Europe (qui représente trois quarts de ses débouchés). Par conséquent, l'excédent de la balance des services (expliqué par d'importantes recettes tirées du tourisme) limiterait la détérioration de la balance courante.

Malgré un faible excédent d'inflation vis-à-vis de la moyenne européenne (0,8 point en juillet), l'économie espagnole respecte les critères de convergence jugés décisifs pour l'union monétaire. Les taux longs ont convergé depuis plusieurs mois vers des niveaux historiquement bas (proches de 4,5%). Essentiellement due à la progression des taxes indirectes, la hausse des recettes (près de 8% sur un an à la fin du premier semestre), à quoi s'ajoute une mo-

L'Espagne a-t-elle trouvé la clé d'une croissance équilibrée ?

ESPAGNE				
	1996	1997	1998	1999
<i>Variations annuelles en %</i>				
<i>PIB (en volume)</i>	2,3	3,4	3,6	3,2
<i>Demande interne stocks compris</i>	1,4	2,7	4,3	4,2
<i>Demande interne hors stocks</i>	1,4	3,0	4,2	4,1
<i>Consommation privée</i>	1,9	3,1	3,6	3,5
<i>Consommation publique</i>	0,1	0,7	-0,5	0,9
<i>FBCF totale</i>	0,9	4,7	9,2	7,9
<i>Construction</i>	-2,0	1,2	5,7	5,5
<i>Équipement</i>	5,9	10,4	14,3	11,2
<i>Exportations de biens et services</i>	9,9	12,9	9,9	4,3
<i>Importations de biens et services</i>	6,2	10,1	11,5	6,9
<i>Prix de détail</i>	3,6	2,0	1,8	1,8
<i>Gains horaires (toutes activités)</i>	5,3	4,1	3,4	3,1
<i>Moyenne sur la période</i>				
<i>Balance courante (mrds \$)</i>	1,8	2,5	0,4	-1,4
<i>Taux interbancaire à 3 mois</i>	7,5	5,4	4,2	3,5
<i>Emprunt phare à 10 ans</i>	8,7	6,4	4,8	4,1
<i>1 \$ = ... Pesetas</i>	126,7	146,4	148,9	140,4
<i>1 ECU/Euro = ... Pesetas</i>	160,8	165,9	167,7	167,4
<i>1 DM = ... Pesetas</i>	84,2	84,5	84,9	85,1
<i>100 Pesetas = ... Franc</i>	4,0	4,0	3,9	3,9

dération de la consommation publique, concourt à l'amélioration des finances publiques: sur les sept premiers mois de l'année, le déficit public s'inscrit dans la norme officielle de 2,2% du PIB fixée en 1998. Il devrait diminuer en 1999 sous la barre de 2% (l'objectif officiel de 1,7% suppose une croissance de 3,9% du PIB).

Pays-Bas

La conjoncture néerlandaise récente est marquée par un sensible ralentissement du rythme de croissance du PIB au deuxième trimestre. La première estimation du CBS fait état d'une progression proche de 2 % au taux annuel. Généralement largement révisés par la suite, ces premiers résultats doivent être interprétés avec précaution. Comme en Allemagne, les résultats du

deuxième trimestre subissent le contrecoup d'un effet calendaire défavorable. Tout en restant dynamique, notamment en raison de la vigueur de la demande intérieure, la croissance de l'économie néerlandaise devrait légèrement ralentir sous l'effet d'un tassement perceptible de ses exportations (3,5% cette année, 2,5 % en 1999).

Sur la période récente, la consommation privée est restée le principal moteur de la croissance aux Pays-Bas. L'explosion des ventes de biens durables au premier semestre a été soutenue par une hausse modérée du pouvoir d'achat des ménages et par la très nette amélioration enregistrée sur le marché de l'emploi. Les effectifs employés, connus avec un important retard statistique, ont très fortement augmenté au premier trimestre. Le taux de chômage (qui touche 4,2% de la population active) a enfoncé le point bas historique du début des années 90 et concerne aujourd'hui moins de 300 000 personnes. Au cours des prochains mois, le chômage devrait encore reculer puis se stabiliser autour de la barre des 4% de la population active en 1999.

La FBCF productive, jusqu'ici très dynamique, a ralenti sous l'effet de l'achèvement d'une partie importante des travaux d'infrastructures dans le port de Rotterdam et d'un net fléchissement des commandes extérieures de biens d'équipement. Les perspectives d'une évolution moins favorable de la demande mondiale en fin d'année 1998 et en 1999 incitent à plus de prudence en matière d'investissement. Pour l'économie néerlandaise, très ouverte (les exportations représentent près de 60% du PIB), un ralentissement marqué des débouchés à l'exportation risque de se traduire par un déficit de croissance non négligeable

Essoufflement des
Pays-Bas

PAYS - BAS				
	1996	1997	1998	1999
	<i>Variations annuelles en %</i>			
PIB (en volume)	3,1	3,6	3,4	2,5
Demande interne stocks compris	3,0	3,6	4,0	3,2
Demande interne hors stocks	3,0	3,6	3,9	3,0
Consommation privée	2,7	3,0	3,9	2,5
Consommation publique	1,2	1,5	2,8	2,5
FBCF totale	5,4	6,8	4,5	4,8
Productive	8,4	8,1	4,3	5,5
Publique	1,0	0,1	4,6	3,0
Logement	0,8	7,0	6,7	4,0
Exportations de biens et services	5,2	6,7	3,8	3,5
Importations de biens et services	5,3	7,1	5,4	5,0
Prix de détail	2,0	2,2	1,5	1,6
Gains mensuels (toutes activités)	1,9	2,9	2,7	2,0
	<i>Moyenne sur la période</i>			
Balance courante				
en mrds NLG	42,7	42,0	41,0	39,0
en mrds \$	25,3	21,5	20,6	21,0
Taux interbancaire à 3 mois	3,0	3,3	3,5	3,5
Emprunt d'Etat à 10 ans	6,2	5,6	4,6	4,0
1 \$ = ... NLG	1,69	1,95	1,99	1,85
1 Ecu/euro = ... NLG	2,14	2,21	2,22	2,22
1 NLG = ... FF	3,03	2,99	2,98	2,98

(même si la part des échanges intra-Union Européenne est prépondérante). La croissance des exportations néerlandaises devrait ainsi poursuivre son fléchissement (3,8% en 1998 et 3,5% en 1999). Suite aux dévaluations intervenues dans plusieurs zones émergentes, le secteur exportateur néerlandais devrait en outre enregistrer de nouvelles pertes de parts de marché en 1999. Le rythme de progression de la FBCF publique (2,8% du PIB) devrait rester relativement soutenu. Avec un déficit budgétaire probablement proche des 1,5% du PIB cette année (1% en 1999), le plus dur de l'effort de maîtrise des finances publiques est passé et permet de ne pas sacrifier les grands projets d'investissement public (ligne à grande vitesse entre Bruxelles et Amsterdam, aménagements pour la desserte des nouvelles infrastructures autour de l'aéroport de Schiphol en extension). La reconduction du gouvernement de coalition de M. Kok (libéraux et socialistes) devrait permettre la poursuite des importantes réformes engagées depuis 1994 (comptes sociaux). Avec le net repli des permis de construire dans le résidentiel au deuxième trimestre, la FBCF logement devrait se contracter. Il est vrai qu'avec près de 110 000 logements commencés au premier trimestre (pour 15,7 millions d'habitants), le mouvement de baisse semblait inéluctable. Malgré tout, le fort repli des taux hypothécaires, dans le sillage de la baisse des taux longs ces derniers mois, reste un facteur de soutien des achats de logements neufs.

La hausse des prix à la consommation ressortait à 2% en glissement annuel fin juillet. La très faible augmentation des prix de détail d'avril à juillet provient pour l'essentiel de la baisse des prix des produits énergétiques. L'effondrement du marché immobilier locatif explique aussi la

moindre hausse des loyers au 1er juillet. Faisant l'hypothèse d'un maintien des prix mondiaux des produits de base à un niveau faiblement rémunérateur et de hausses salariales toujours contenues en 1998 et 1999, les prix de détail devraient très vraisemblablement rester sous la barre des 2%.

Belgique

La Belgique dispose désormais de comptes nationaux trimestriels, les données ayant été rétropolées jusqu'en 1985. Cependant, les chiffres du deuxième trimestre ne sont pas encore connus. Stimulée par une demande mondiale vigoureuse, la croissance belge s'est accélérée en 1997 (+3%), contrastant avec les années de faible croissance de 1993 à 1996.

Le dynamisme de l'activité s'est poursuivi au premier semestre 1998 et la croissance devrait ressortir à 2,7% cette année. Le ralentissement par rapport à 1997 est la conséquence de l'impact négatif de la crise asiatique sur les exportations (19% des exportations hors de l'Union Européenne sont à destination de l'Asie).

Suite au ralentissement de la demande mondiale en 1999, la croissance belge continuerait à se modérer à 2,2%. En effet, la croissance de la Belgique est très sensible aux variations de la demande mondiale dans la mesure où la majeure partie de la production (72% du PIB) est exportée. Compte tenu de la spécialisation de l'industrie belge, elle est aussi sensible aux fluctuations affectant les marchés de biens intermédiaires. Si récemment la Belgique a accru ses parts de marché sur les zones émergentes, suite à la mise en place de la politique de modération salariale, la réévaluation du change effectif du franc belge va peser sur

ses exportations. Fort heureusement on peut espérer que la demande intérieure résiste.

Le dynamisme de la croissance (+4,9% en rythme annuel), observé au premier trimestre 1998, est en effet lié à la croissance de la consommation des ménages (+4,7% en rythme annuel). L'indicateur de confiance des ménages est redevenu positif en 1998 et atteint son plus haut niveau depuis 1993, suite à une augmentation du pouvoir d'achat et à une diminution du taux de chômage (de 13,8% en 1996 à 12,6% en juillet 1998). D'après l'enquête de conjoncture d'Eurostat, les prévisions d'achat de biens durables sont à leur plus haut niveau depuis 1994.

Certes, le rythme de croissance de la consommation, qui est resté soutenu au deuxième trimestre, devrait se ralentir mais les gains de pouvoir

d'achat et l'érosion du taux de chômage devraient permettre une progression au rythme de 2,6% l'an. Du fait de gains de pouvoir d'achat et de taux d'intérêt longs nominaux historiquement bas, l'investissement en logement devrait progresser de 4% en 1998. En 1999, il faut envisager une décélération à 2%.

Le niveau élevé du taux d'utilisation des capacités de production, la modération salariale et la baisse des taux d'intérêt ont stimulé également l'investissement des entreprises qui devrait croître au rythme annuel de 4,5% à partir du deuxième semestre 98, un rythme néanmoins inférieur à celui observé lors de la période de forte croissance entre 1989 et 1992. En effet, avec la dégradation de l'état des carnets de commandes étrangères, l'indice de confiance dans l'industrie est redevenu négatif en 1998 et est orienté légèrement à la baisse depuis le début de l'année.

La relative bonne tenue de la demande intérieure ainsi que la politique active du gouvernement en matière de création d'emplois devraient contribuer à la baisse du taux de chômage en 1998 et 1999.

Malgré une hausse des salaires un peu plus forte en 1998 qu'en 1997, l'inflation ne devrait pas dépasser 1% cette année du fait de la chute des cours des matières premières énergétiques et industrielles qui ont contribué à la baisse des prix à la production. En 1999, la hausse des prix resterait modérée. La baisse des prix des matières premières, qui induit la baisse des prix à l'exportation devrait contribuer à une diminution de l'excédent de la balance commerciale en 1998, accentuée par le rythme soutenu de la croissance des importations en biens de consommation.

La Belgique dans la
moyenne européenne.

BELGIQUE

	1996	1997	1998	1999
<i>Variations annuelles en %</i>				
PIB (volume)	1,4	3,0	2,7	2,2
Demande interne stocks compris	1,1	2,2	4,5	2,9
Demande interne hors stocks	1,2	2,6	3,3	2,9
Consommation privée	1,3	2,1	3,6	2,6
Consommation publique	1,8	1,0	1,1	1,7
FBCF totale	0,6	5,5	3,9	4,7
Entreprises	4,7	4,1	3,0	4,9
Logement	-3,8	4,8	4,1	1,9
Exportations de biens et services	3,2	5,9	4,2	3,9
Importations de biens et services	2,9	5,1	6,4	4,8
Prix de détail	2,3	1,0	1,0	1,2
Gains horaires (toutes activités)	2,6	1,9	2,8	2,9
Balance courante				
mrds francs belges	340	403	480	499
milliards de \$	11,0	11,3	13,1	14,6
<i>Moyenne sur la période</i>				
Taux interbancaire à 3 mois	3,2	3,4	3,6	3,5
Emprunt Phare à 10 ans	6,5	5,8	4,7	4,1
1 \$ = ... Franc belge	31,0	35,6	36,6	34,1
1 Euro = ... Franc belge	39,3	40,5	40,7	40,6
1 DM = ... Franc belge	20,6	20,7	20,7	20,6
100 Francs belges = ...F. F	16,5	16,3	16,3	16,3