

revue de Rexecode



n° 59

2ème  
trimestre  
1998

## *Editorial*

*La conjoncture est favorable  
à l'euro*

## *Perspectives économiques de l'économie mondiale pour 1998 et 1999*

*Une croissance plus autonome  
s'amorce en Europe*

*Des aléas subsistent aux  
Etats-Unis et dans les zones  
émergentes*

## *Graphiques des cycles conjoncturels*

*Vingt indicateurs décrivent  
vingt ans de conjoncture 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 GENSOULEN	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 GONDIAN	Secrétaire Général du Groupe des Fédérations Industrielles



---

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

**Economistes :** Michel Didier, Jean-Michel Boussemart, François Faure, Arthur Chabrol, Alexandre Fur, Marie Chauvière, Romain Duval, Bruno Cavalier.

**Secrétariat :** Sylvie Sage ; **Graphiques :** Aïcha Brak, Dominique Dalle-Molle.

**Copyright : Rexervices**





# Sommaire

<b>Editorial</b> .....	I
------------------------	---

## **Perspectives économiques pour 1998 et 1999**

<i>L'environnement mondial sera moins porteur pour l'Europe</i> .....	3
<i>Modération ou contraction de la demande et des importations dans les régions émergentes</i> .....	7
<i>Libération probable des comportements intérieurs en Europe</i> .....	9
<i>Ralentissement de l'effort d'investissement aux Etats-Unis, reprise modérée en Europe</i> .....	11
<i>La demande de consommation devrait rester soutenue en Europe</i> .....	13
<i>Les pays développés sont sortis de la période de déséquilibres publics élevés</i> .....	17
<i>Le maintien des taux d'intérêt à un niveau bas est possible, mais attention au rebond du taux long américain</i> .....	19
<i>La configuration mondiale recèle des déséquilibres à surveiller</i> .....	21
<i>Un euro large et fort se profile</i> .....	23
<i>Déflation mondiale ? Relance de la crise asiatique ? Effondrement du dollar ?</i>	
<i>Corrections boursières</i> .....	27

## **Prévisions par pays**

<i>Etats-Unis</i> .....	30
<i>Japon</i> .....	31
<i>Allemagne</i> .....	33
<i>France</i> .....	34
<i>Royaume-Uni</i> .....	35
<i>Italie</i> .....	37
<i>Espagne</i> .....	39
<i>Pays-Bas</i> .....	41

## **Tableaux annexes**

<i>La croissance du PIB mondial</i> .....	44
<i>Commerce mondial</i> .....	46
<i>Tableaux de convergence de l'Union européenne</i> .....	47
<i>La politique monétaire</i> .....	48
<i>Calendrier des échéances électorales 1998 - 2001</i> .....	49

## **Indicateurs des cycles conjoncturels**

<i>Etats-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie, Espagne</i> .....	51
---	----

## **Sommaires des numéros précédents**

### **Rectificatif :**

**Dans le numéro 58 de la revue de Rexecode figurait un article de François Faure intitulé " Une comparaison de l'emploi dans le commerce de détail en France et aux Etats-Unis ". Il avait été omis de mentionner que l'étude dont cet article présentait les résultats avait été réalisée à la demande de LASER (Groupe Galeries Lafayette). Naturellement les résultats présentés n'engagent que son auteur.**



# Editorial

## les dividendes de l'euro

• Michel Didier

Ce numéro de la Revue de REXECODE est entièrement consacré aux perspectives économiques mondiales pour 1998 et 1999. Ces perspectives sont favorables à l'Europe qui commence à bénéficier de la mise en place de l'euro. L'effort de réduction des déficits publics entrepris en 1995 et poursuivi depuis porte ses fruits, confirmant une analyse souvent présentée dans cette revue. Avec la réduction des déficits publics, les taux d'intérêt ont baissé en Europe, libérant les comportements intérieurs et rééquilibrant les taux de change par une baisse de l'écu par rapport au dollar. L'investissement et le crédit privés commencent ainsi à se développer après plusieurs années de stagnation.

Il était difficile d'espérer une situation conjoncturelle plus favorable au démarrage de l'euro. Les conjonctures des pays européens sont presque en phase autour d'une croissance moyenne de l'ordre de 2,5% à 3% l'an, et plusieurs raisons justifient un certain optimisme sur les perspectives prochaines. Les difficultés de coordination monétaire disparaîtront avec l'euro. Aucune reprise de l'inflation n'est envisageable avant longtemps. Les taux d'intérêts sont à des points bas historiques. Bref, la conjoncture est favorable à l'euro et l'euro permet d'envisager une reprise durable.

Des aléas subsistent néanmoins et il n'y a pas lieu de les masquer. Le ralentissement spontané des États-Unis est l'hypothèse favorable car elle permettrait d'éviter un cycle de hausse des taux d'intérêt, mais elle n'est pas aujourd'hui assurée. Le rebond des

taux américains, que nous ne retenons pas comme hypothèse principale mais qu'il faut avoir à l'esprit comme principal risque, entraînerait une inversion de tendance des marchés financiers. L'Europe n'échapperait pas au mouvement qui modifierait le climat général. Par ailleurs, plusieurs pays émergents, notamment d'Asie, sont en crise financière et le Japon ne parvient pas à trouver un nouveau régime de croissance. Les exportations qui ont donné à la reprise européenne son impulsion initiale n'exercent déjà plus, et n'exerceront plus dans les prochains trimestres, le même effet d'entraînement.

Si l'euro est à court terme un facteur favorable, il supposera aussi des ajustements structurels. La convergence financière des économies européennes est faite. En revanche, la convergence réelle, dans les structures et dans les institutions, ne l'est pas. Cette convergence imposera des tâtonnements et de nouveaux efforts.

Il s'agit d'éviter tout relâchement de la politique budgétaire. Au niveau de dépenses publiques et de prélèvements obligatoires auxquels se situe l'Europe (et tout particulièrement la France), les bénéfices de la croissance devraient être affectés par priorité à réduire les déficits publics, à stabiliser l'endettement public et à alléger les charges fiscales et sociales. Il s'agit aussi d'harmoniser les conditions d'un développement européen homogène et le renforcement de l'union politique. A trop tarder, on s'exposerait en effet à voir des divergences réapparaître et l'emploi végéter. La déception pourrait alors miner sournoisement l'euro.





# Perspectives économiques pour 1998 et 1999

Ces perspectives retiennent comme prévision centrale un ralentissement de la croissance aux États-Unis (2,8% en 1998 et 1,7% en 1999), une pause temporaire de la croissance en Asie du Sud-est (3,3% en 1998 et 4,8% en 1999), et une stagnation de l'économie japonaise. En revanche, l'Europe progresserait à un rythme de 2,7% par an en 1998 et en 1999, rythme très proche de celui de 1997. La croissance française serait voisine de la moyenne (2,8% en 1998, 2,5% en 1999).

## Une croissance autonome s'amorce en Europe

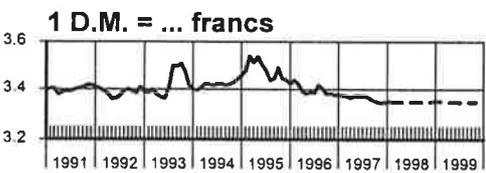
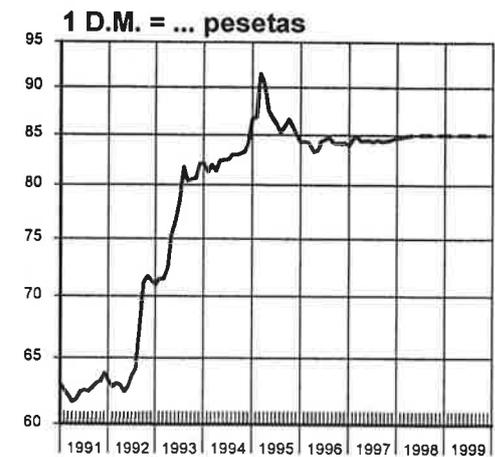
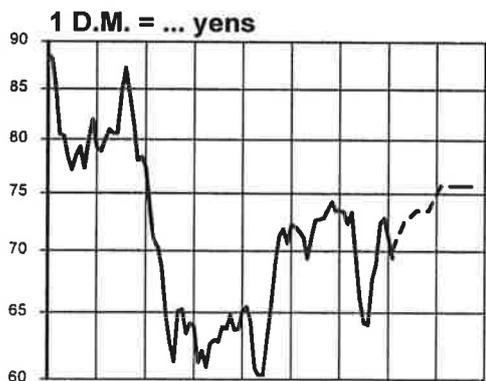
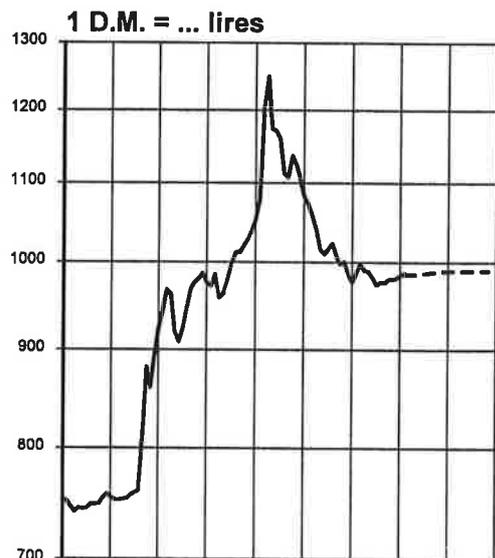
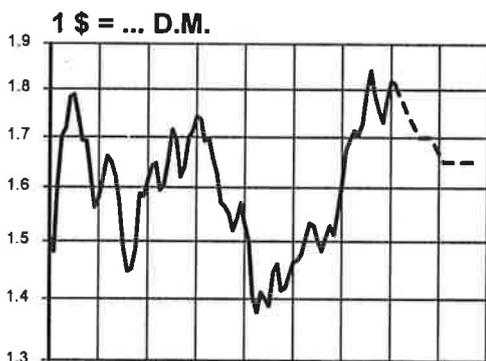
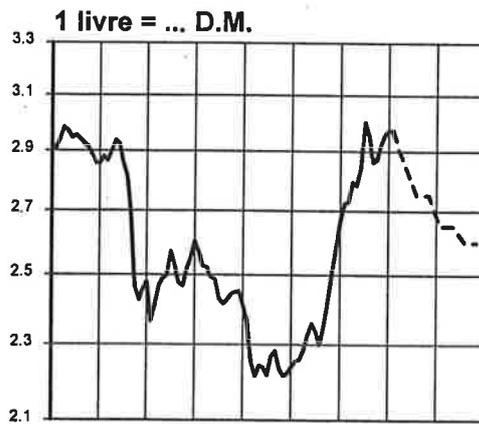
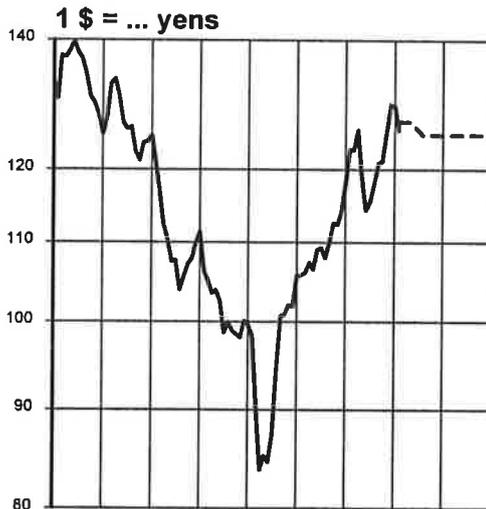
Les taux de croissance prévus pour l'Europe sont supérieurs à la tendance moyenne de 1973 à 1996 (2,2% par an). Ils peuvent être considérés comme relativement optimistes dans le contexte qui est retenu, celui d'un ralentissement économique qui toucherait le reste du monde. Ils supposent donc qu'une phase de croissance autonome et solide s'amorce en Europe. C'est ce que semblent anticiper les marchés boursiers. L'indice moyen des places européennes affiche depuis le printemps 1995 une progression régulière qui a dépassé 80% en trois ans.

Plusieurs raisons justifient un certain optimisme sur les perspec-

tives européennes. Les difficultés de coordination monétaire disparaî-

<b>Perspectives mondiales 1998-1999</b> (Taux d'accroissement moyens annuels ou niveaux annuels)				
	1996	1997	1998	1999
<b>Taux de change</b>				
1 \$ = ...DM	1,51	1,74	1,74	1,65
1 \$ = ...yens	108,8	121	126	125
1 DM = ...F.F.	3,40	3,37	3,35	3,35
1 £ = ...DM	2,35	2,85	2,83	2,63
<b>Taux d'intérêt à 3 mois</b>				
Etats-Unis	5,2	5,2	5,2	4,6
Japon	0,5	0,5	0,5	0,5
Allemagne	3,3	3,3	3,5	3,5
France	3,9	3,5	3,5	3,5
<b>Taux d'intérêt à long terme</b>				
Etats-Unis	6,4	6,4	5,7	5,5
Japon	3,0	2,2	1,8	1,8
Allemagne	6,2	5,7	5,0	5,0
France	6,2	5,6	5,0	5,0
<b>Taux de croissance du PIB</b>				
Etats-Unis	2,8	3,8	2,8	1,7
Japon	4,1	0,9	-0,2	0,3
Allemagne	1,4	2,3	2,4	2,4
France	1,5	2,4	2,8	2,5
Royaume-Uni	2,3	3,5	2,5	2,4
Italie	0,7	1,5	2,1	2,6
Espagne	2,3	3,4	3,6	3,6
<b>Taux d'inflation (prix de détail)</b>				
Etats-Unis	2,9	2,3	1,7	2,1
Japon	0,1	1,7	0,6	0,0
Allemagne	1,5	1,8	1,5	1,8
France	2,0	1,2	0,6	1,4
Royaume-Uni	2,5	3,1	3,3	2,5
Italie	3,8	1,8	1,9	1,9
Espagne	3,6	2,0	2,2	2,0

## TAUX DE CHANGE



© REXECODE

tront avec l'euro. Aucune reprise de l'inflation n'est envisageable avant longtemps. Les taux d'intérêt sont à un point bas historique en terme nominal mais non en termes réels.

### **Baisse du pétrole, mais pas de "contre-choc" pétrolier**

Certains évoquent le schéma d'un "contre-choc" pétrolier analogue à celui de 1985-1986, qui avait conduit à l'époque à deux années de croissance supérieure à 3,5%. La comparaison paraît tentante, mais les ordres de grandeurs doivent être rappelés. Au milieu des années quatre-vingt, les importations pétrolières représentaient plus de 4% du PIB européen. En raison même du recul des cours intervenu à l'époque, elles ne représentent plus aujourd'hui que 1,5%. Une baisse significative du prix du pétrole se mesurait donc à l'époque en points de PIB. Elle ne peut aujourd'hui s'évaluer qu'en dixième de points (0,3 point si les cours restent durablement de l'ordre de 15 dollars le baril).

### **Le paradoxe de la crise asiatique**

Le paradoxe de la crise asiatique et de ses prolongements est qu'elle semble pour l'instant sans effet sur la croissance des pays développés. L'explication du paradoxe pourrait tenir au décalage dans le temps entre deux types de conséquences de sens différents. Le premier effet qui s'est manifesté immédiatement sur les marchés financiers est l'effet désinflationniste. Cet effet a été favorable à l'activité et aux marchés financiers dans les pays développés. Le second effet est dépressif. Il n'apparaîtra que dans un second temps, sans doute à partir du printemps 1998. C'est pourquoi tout en retenant la perspective d'une croissance européenne dura-

ble, nous restons prudent sur son chiffrage. 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.

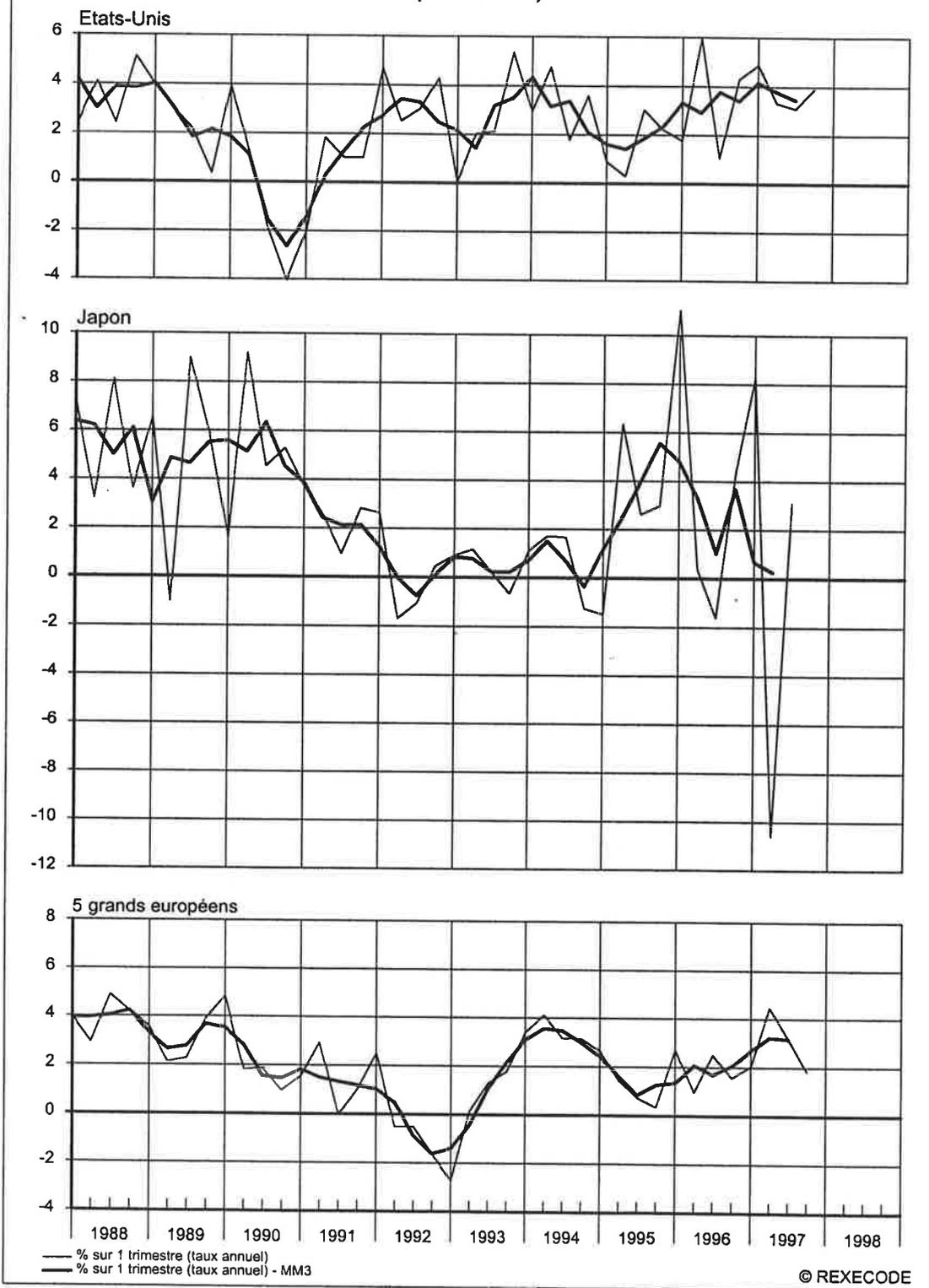
### **Les aléas sont dans les pays émergents et aux Etats-Unis**

Par rapport à notre perspective centrale, plusieurs aléas peuvent infléchir la tendance à la hausse ou à la baisse. Une relance de la crise asiatique serait évidemment défavorable. Un prolongement de la croissance américaine débouchant sur des tensions internes et sur un ralentissement plus brutal serait meilleur pour la croissance en 1998, mais dangereux pour les marchés financiers. Il déboucherait sur une année 1999 moins favorable. Toutes ces analyses sont développées dans le présent dossier de perspectives.

### **L'environnement mondial sera moins porteur pour l'Europe**

L'expansion mondiale et le développement des échanges internationaux de marchandises se sont renforcés à partir de l'automne 1996, entraînant un rebond temporaire et modeste des prix des matières premières. Ces tendances se sont modérées à la mi-1997 avec le développement de la crise asiatique et ont provoqué une inversion très nette de la tendance des prix mondiaux. Le prix du pétrole brut (brent), qui était à près de 24 \$ le baril à l'automne 1996, est revenu à 13 \$ le baril ces jours derniers tandis que le cours moyen des matières premières en dollars s'est replié de plus de 15% en moins d'un an pour retrouver son niveau de la mi-1994.

### CROISSANCE DU PIB (en volume)



**L'environnement mondial a été exceptionnellement favorable aux pays européens jusqu'à la mi-1997**

La balance extérieure européenne et les opinions sur les carnets de commande étrangers atteignent un sommet en milieu d'année. Cet effet s'atténue depuis lors. Le rythme des exportations européennes et les tendances des carnets de commandes ont nettement faibli depuis six mois. Les fortes progressions moyennes annuelles des exportations en 1997 masquent le fait qu'un ralentissement des échanges mondiaux s'est déjà opéré.

**Une moindre impulsion extérieure en 1998 et 1999**

Les Etats-Unis jouent depuis plusieurs années un rôle moteur pour les autres zones par la dégradation de leurs échanges extérieurs. Cet effet tend à s'atténuer. La balance commerciale se creuse toujours, mais elle le fait désormais beaucoup moins rapidement (100 milliards de dollars de déficit supplémentaire de 1992 à 1996, une dizaine de milliards de 1996 à 1997). Par ailleurs, l'impulsion provoquée par les déficits croissants de plusieurs pays asiatiques a cessé avec la crise monétaire et la balance commerciale de ces pays a déjà amorcé un redressement rapide. Au Japon, l'économie a lourdement rechuté lorsque les effets des plans de relance se sont atténués. Le Japon est désormais en déflation avec une baisse des volumes et des prix. La crise asiatique pèsera sur l'économie japonaise et aucune expansion n'est à espérer pour 1998 et 1999.

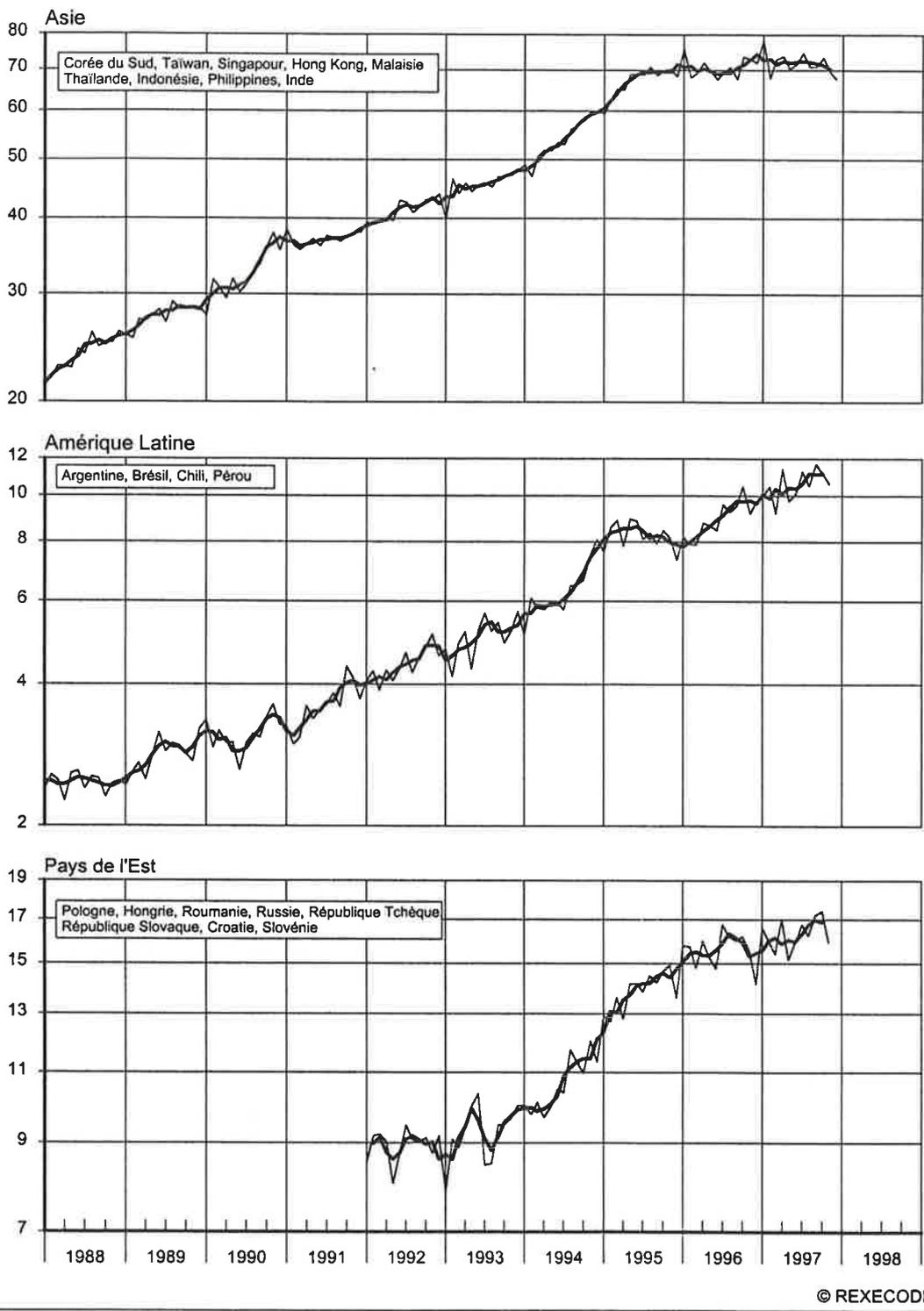
**Nous retenons pour 1998 une progression moyenne des importations mondiales en volume de 5,6% après 9,7% en 1997**

Cette hypothèse est fondée sur les analyses suivantes. Aux Etats-Unis, le rythme de la croissance se modèrerait. Les importations américaines ralentiraient plus nettement encore (14% en 1997, 8% en 1998, 4% en 1999). Leur modération probable affecterait les exportations des pays d'Amérique latine et par contrecoup les importations de ces pays, dont certains affichent actuellement des problèmes d'équilibre de leurs comptes extérieurs. Elle affecterait aussi les exportations des pays du sud-est asiatique. Pour ces pays, le point essentiel est l'effet des pertes de pouvoir d'achat et des actions entreprises pour enrayer la crise financière, actions qui pèseront fortement sur la demande intérieure et les importations de la zone. Globalement la croissance du PIB mondial a été de 4% en 1997. Pour 1998 nous envisageons une croissance inférieure à 3% qui se prolongerait encore à ce rythme en 1999. Ces estimations sont légèrement au-dessous de nos prévisions de décembre dernier.

Ralentissement de la demande mondiale dans le courant de l'année 1998

<b>Croissance et importations mondiales</b> (en volume et en %)			
	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<b>PIB mondial</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>
<i>dont OCDE</i>	3,1	2,4	2,0
<i>Hors OCDE</i>	5,2	3,0	4,2
<b>Importations mondiales</b>	<b>9,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>
<i>dont OCDE</i>	9,7	6,6	5,0
<i>Hors OCDE</i>	9,6	3,1	7,6

### IMPORTATIONS CAF DES PAYS EMERGENTS (milliards de \$ US)



## Modération ou contraction de la demande et des importations dans les régions émergentes

Dans la zone asiatique, les marchés de change et d'actions sont entrés ces dernières semaines dans une phase d'accalmie qui contraste avec les mois très agités de la fin 1997, marqués par l'effondrement du won coréen et de la roupie indonésienne. Les équilibres restent cependant fragiles et on ne peut pas exclure une reprise de l'agitation financière, tout particulièrement en Indonésie.

### Un enchaînement récessif est amorcé dans plusieurs pays asiatiques

Les fortes hausses des prix à la consommation dans les pays dont les monnaies se sont dépréciées, les politiques salariales extrêmement rigoureuses (avec des conséquences sociales qui risquent d'être dramatiques), les hausses de taux d'intérêt et la baisse de la demande intérieure entraînent un ralentissement sensible de la croissance dans l'ensemble des pays et une récession dans plusieurs d'entre eux en 1998 (Corée, Indonésie, Philippines, Thaïlande). Nous estimons que le monde chinois maintiendra inchangé le taux de change de ses monnaies (yuan, dollar de Hong-Kong) vis-à-vis du dollar, comme il l'a déjà fait au plus fort des turbulences passées. Cette hypothèse de stabilité du yuan est un élément crucial de notre perspective de retour à une croissance moyenne de 5% de la zone en 1999 (dont +7% pour la Chine).

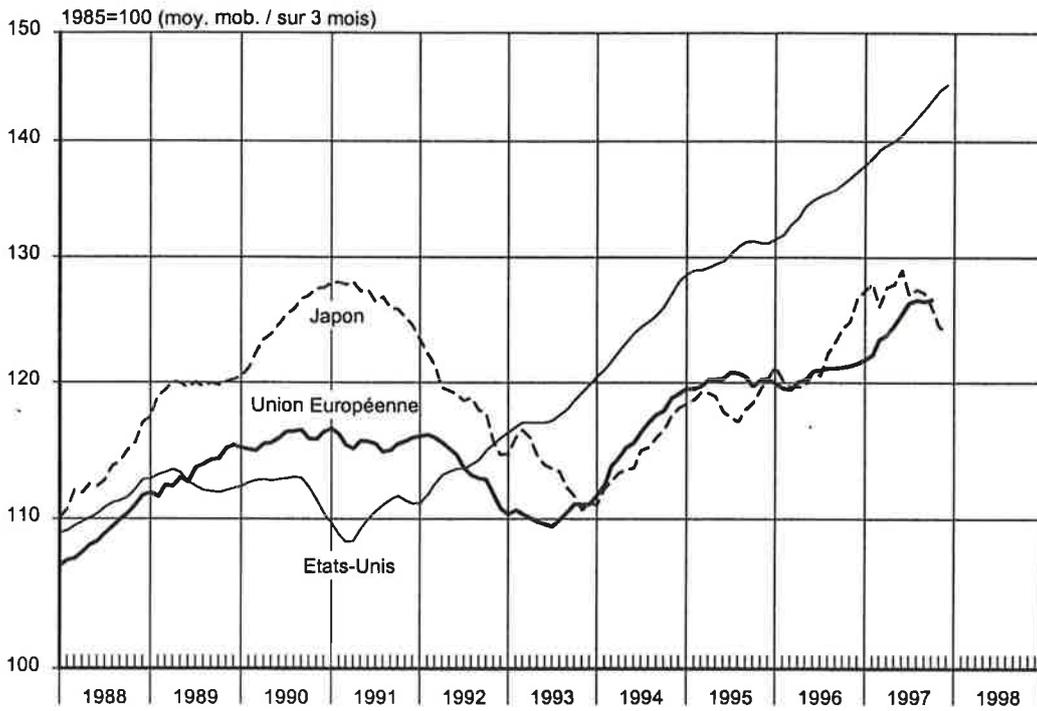
## En Amérique latine, la majorité des pays ont adopté une politique économique plus restrictive

Politique économique et monétaire ont été ajustées afin d'atténuer les conséquences de la crise financière asiatique et de défendre leur devise. La hausse des taux d'intérêt et les restrictions budgétaires sont générales sur le continent, du Mexique au Chili. Après la mise en place d'un plan d'austérité, l'économie brésilienne donnait en début d'année des signes de récession (baisse de la production industrielle, baisse des ventes, hausse du chômage). La croissance du Brésil en 1998 ne pourrait être au mieux que légèrement positive. En outre, presque toutes les économies de la zone sont affectées par la baisse du prix des produits de base et des matières premières. La chute des cours du pétrole est particulièrement négative pour les recettes d'exportation et les revenus budgétaires du Mexique, du Venezuela, de l'Équateur. Le recul du prix du cuivre handicape le Chili et la Colombie. Pour l'ensemble de la zone, la vigueur des importations s'est déjà nettement modérée et un ralentissement de la demande interne est prévisible en 1998.

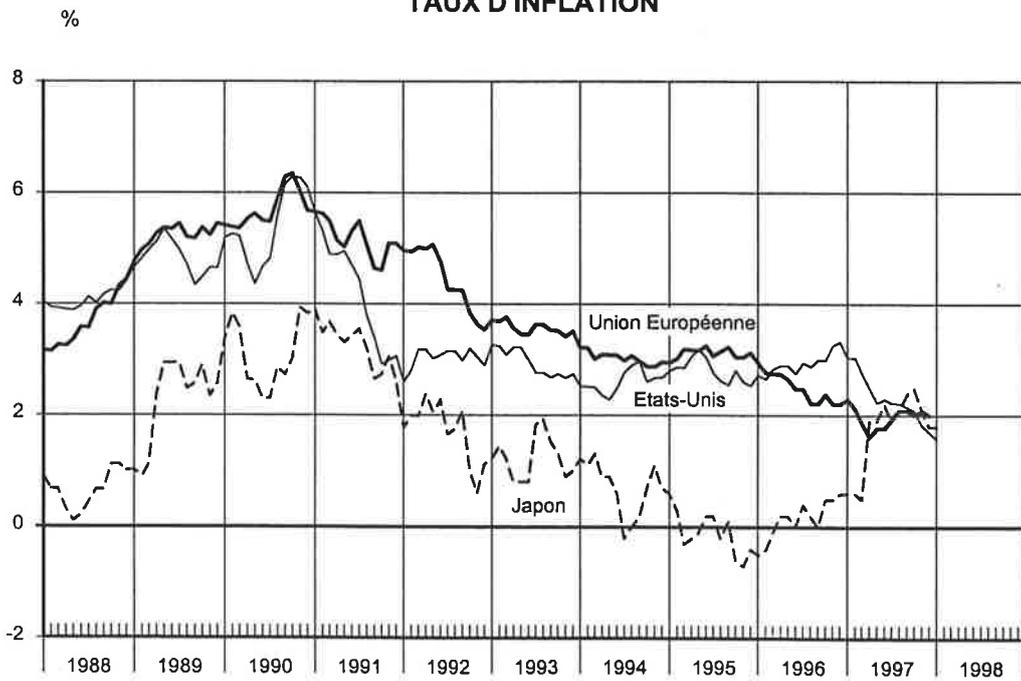
Amélioration dans les zones émergentes en 1999

<i>Perspectives de croissance dans les zones émergentes</i>			
(%)	1997	1998	1999
<b>Asie</b>			
PIB	6,6	3,3	4,8
Importations	7,4	1,0	7,7
<b>Amérique-latine</b>			
PIB	4,3	2,3	3,2
Importations	25,2	7,0	9,1
<b>Pays de l'Est</b>			
PIB	1,2	2,5	3,4
Importations	13,6	9,3	8,8

## PRODUCTION INDUSTRIELLE



## TAUX D'INFLATION



© REXECODE

## **La détérioration des balances commerciales de l'Europe de l'Est est à surveiller**

Dans la zone émergente de l'Europe de l'Est, la détérioration des soldes commerciaux durant la majeure partie de l'année 1997 ne peut pas se poursuivre sans créer un risque monétaire pour certains pays, d'autant plus que le ralentissement du commerce mondial pèsera sur les exportations. Un ralentissement des importations devrait donc intervenir. Pour la Russie, les menaces tiennent moins à la balance commerciale qui reste largement excédentaire qu'aux facteurs politiques et financiers internes (succession politique, surplomb du crédit interentreprises, difficultés des banques). Les perspectives de la Russie sont donc très incertaines malgré les efforts engagés pour stabiliser la situation des finances publiques et les hausses de taux destinées à défendre le nouveau rouble.

## **Libération probable des comportements intérieurs en Europe**

Vis-à-vis des Etats-Unis et du Japon, mais aussi à l'intérieur de la zone européenne, une certaine redistribution des parts de marché à l'exportation a été enregistrée. L'Italie et le Royaume-Uni subissent les effets négatifs pour leur économie de l'appréciation de leur taux de change, l'Allemagne et la France bénéficiant en revanche à plein du recul de leur taux de change effectif moyen. Entre 1995 et 1997, ce recul est de l'ordre de 10%.

### **Après l'exportation, la demande intérieure**

Les comptes nationaux des grands pays européens font apparaître trois points essentiels : 1) le

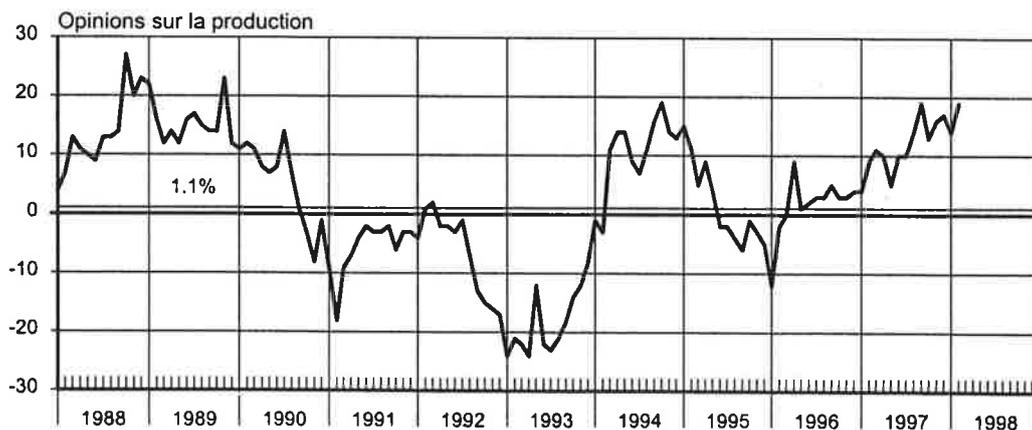
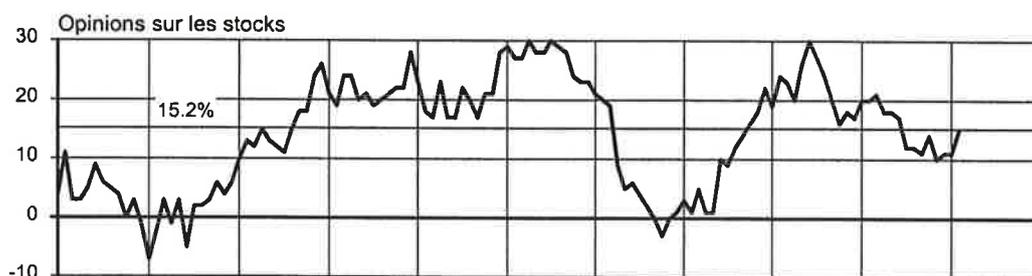
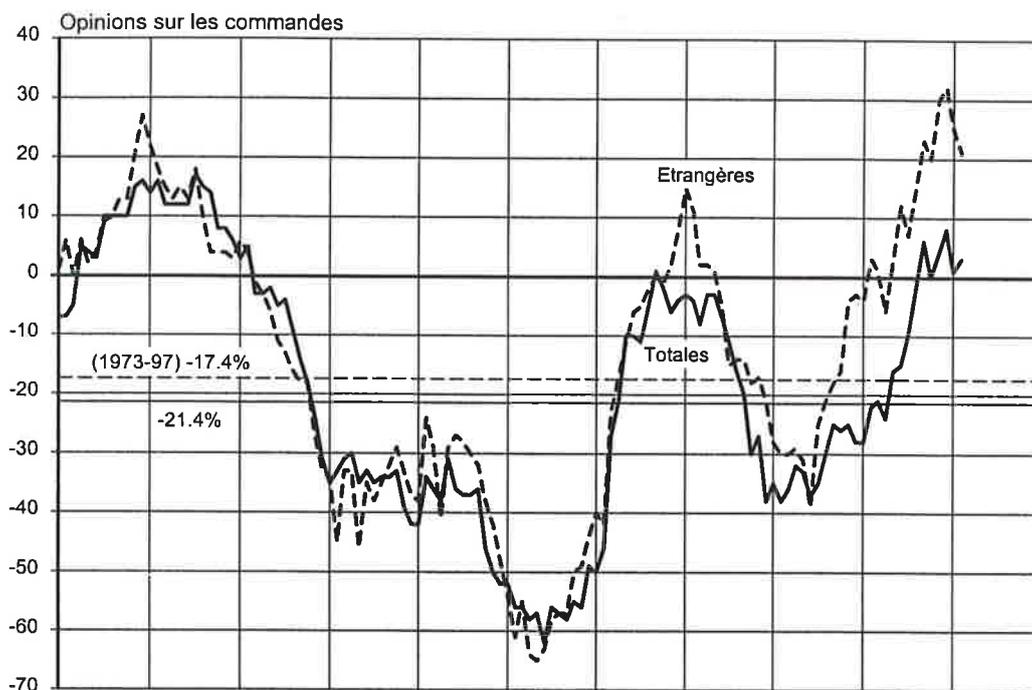
rebond a été général en 1997 ( tous les taux de croissance du second trimestre s'inscrivent dans une zone de 3,5 à 5,5% l'an), 2) ce rebond a été principalement induit par les exportations qui ont partout progressé à un rythme élevé ( ce rythme a atteint temporairement 15 à 30% l'an selon les pays), 3) en dehors de l'Espagne, un point haut de croissance a été atteint au deuxième trimestre 1997, la croissance se tassant par la suite en Allemagne, en France, au Royaume-Uni et en Italie.

Si l'essentiel de l'amélioration européenne tient à l'impulsion extérieure, la conjoncture européenne a aussi été soutenue dans la deuxième partie de l'année par le renforcement de la demande intérieure apparue progressivement depuis le début 1996. La consommation privée a tiré la croissance au Royaume-Uni. Elle a été également forte en Espagne et en Italie, sous l'effet notamment de la relance du marché automobile. Les importations entraînées par la consommation des pays voisins ont profité à la croissance en France et en Allemagne.

### **L'investissement reste plus hésitant**

L'hypothèse d'un entraînement durable de l'investissement productif reste pour l'instant plus incertaine. La demande de biens d'équipements ne paraît ferme qu'en Espagne. Les bonnes performances boursières du premier semestre témoignent d'une profitabilité renforcée des entreprises et d'un climat généralement plus propice à l'investissement, mais le réveil de l'investissement reste pour l'instant une hypothèse. Par ailleurs, les stocks ont globalement joué un rôle modeste dans le redressement

## ENQUETE DANS L'INDUSTRIE (solde des réponses en %)



© REXECODE

de la demande en 1997, rôle très éloigné de l'effet d'accélération qui avait été constaté à la sortie de la récession de 1993.

### Convergence financière

L'inflation a reculé au cours des années récentes. Elle est désormais proche de 2% l'an en moyenne dans l'Union européenne. La baisse des monnaies européennes contre le dollar n'entraîne aucune tension sur les prix, y compris en Allemagne, pays pourtant le plus sensible à l'inflation importée. Le risque d'une tendance un peu plus inflationniste n'existe qu'au Royaume-Uni, où la hausse des prix pourrait dépasser 3% quand s'estompera l'effet modérateur de la baisse des prix à l'importation.

Les indicateurs de convergence définis dans le Traité de Maastricht montrent que onze pays sur quinze sont qualifiés pour l'euro (hors critère de la dette). L'incertitude monétaire étant pratiquement levée, les comportements intérieurs devraient se libérer plus franchement, d'autant que les taux d'intérêt à long terme approchent leur plus bas niveau depuis le début des années quatre-vingt. Il reste néanmoins à assurer de nouveaux progrès vers les équilibres publics et par ailleurs l'impact de la demande extérieure faiblit sensiblement. C'est pourquoi nous restons prudent sur les perspectives 1998 et 1999 de l'Europe.

### Ralentissement de l'effort d'investissement aux Etats-Unis, reprise modérée en Europe

Aux Etats-Unis, nous conservons notre perspective antérieure d'un ralentissement de l'investissement productif. Ce ralentissement serait modéré en 1998 (7,4% en progres-

<i>Demande intérieure totale</i> (variations en volume %)			
	1997	1998	1999
<b>Six grands pays européens</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
<i>Allemagne</i>	1,3	1,9	2,1
<i>France</i>	1,0	2,7	2,5
<i>Royaume-Uni</i>	3,5	3,4	2,2
<i>Italie</i>	2,4	2,2	2,6
<i>Espagne</i>	2,7	3,6	3,9
<i>Pays-Bas</i>	3,5	2,9	2,7

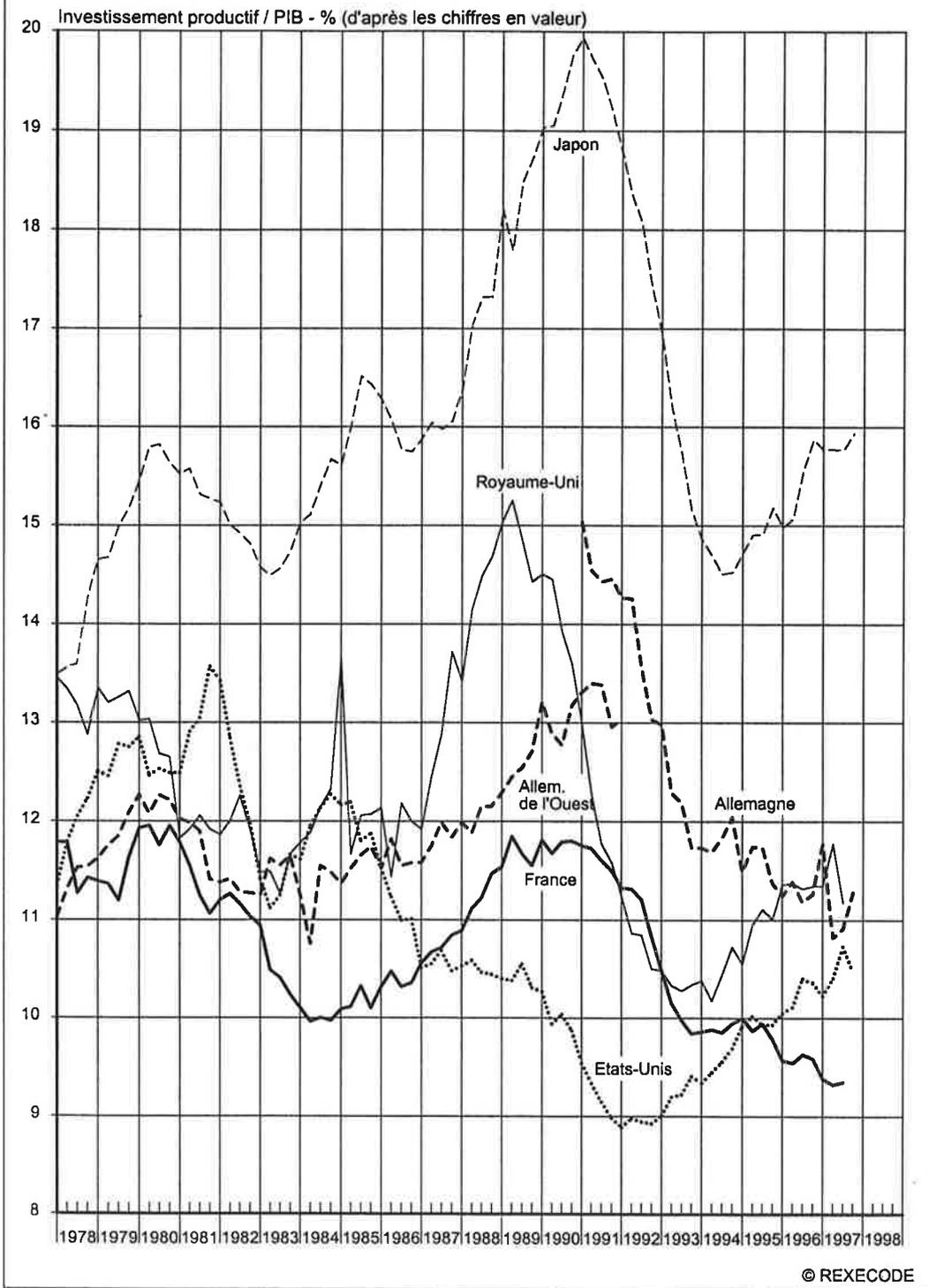
sion moyenne annuelle contre 9,7% en 1997). Il s'accroîtrait ensuite pour laisser place au cours de l'année prochaine à un plafonnement des budgets d'investissement (progression de 2,5% en moyenne annuelle, nulle en glissement en 1999). Le ralentissement toucherait d'abord la construction non résidentielle puis les biens d'équipement. Les capacités de production dans l'industrie augmentent en effet à un rythme rapide, supérieur à 5% l'an. Les besoins d'investissement apparaîtront de moins en moins nécessaires à mesure que la demande faiblira aux Etats-Unis sous l'effet du freinage des exportations et ultérieurement des dépenses des ménages.

### L'incitation à investir reste faible au Japon

Au Japon la rechute de l'économie dans la récession s'est traduite par un repli du taux d'utilisation des capacités de production. Le taux d'investissement productif a nettement reculé depuis le début des années 1990 mais reste élevé au regard de ceux observés ailleurs dans le monde. Il faut aussi noter que la chute du coût de la main d'oeuvre dans les pays d'Asie dont les monnaies ont été fortement dépréciées peut inciter les entreprises japonaises à accentuer la délocalisation de certaines activités. Dans

**La demande intérieure européenne prend le relais des exportations**

## TAUX D'INVESTISSEMENT PRODUCTIF



ces conditions, il nous semble difficile d'envisager une progression significative des investissements productifs en 1998 et 1999. Nous retenons des chiffres positifs (2 et 2,5% en 1998 et 1999) pour tenir compte des besoins d'adaptation et de restructuration du secteur productif japonais, mais c'est peut-être là une hypothèse haute.

### L'Allemagne reste pénalisée par le reflux de la construction

En Allemagne les comptes trimestriels font état d'un redressement timide de l'investissement en biens d'équipement. C'est aussi ce que suggère l'évolution récente des commandes. La composante "construction" reste en revanche atone et l'allure récente des permis de construire suggère que l'ajustement en baisse n'est sans doute pas encore achevé. L'amélioration très rapide de la rentabilité des entreprises allemandes, la remontée du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie (qui dépasse son point haut de l'été 1995 à 86% et a fortiori sa moyenne 1973-1997 à 82,9%) laisse penser que la hausse de l'investissement devrait se poursuivre dans l'industrie. Globalement la progression resterait cependant modérée en raison du recul du secteur de la construction.

### Poursuite d'un fort courant d'investissement en Espagne

Au Royaume-Uni, l'investissement productif ralentirait avec le ralentissement de l'activité. La progression ressortirait à 2,6% en 1998 (contre 5,6% l'an passé) et à 3,3% l'an prochain. En Italie, l'augmentation du taux d'utilisation des capacités de production, la baisse des taux d'intérêt et le renforcement de la demande finale des consumma-

teurs devraient graduellement renforcer l'investissement. Une hausse de l'ordre de 6 à 7% en volume de l'investissement en 1998 et 1999 (contre 1,9% l'an passé) paraît envisageable. Pour l'Espagne, la vigueur de la croissance soutenue par les gains de parts de marché à l'exportation devrait prolonger un mouvement de l'investissement déjà vigoureux.

#### Taux de croissance de l'investissement productif total (en volume) (taux de variations en %)

	1997	1998	1999
<i>Etats-Unis</i>	9,7	7,4	2,5
<i>Japon</i>	4,8	2,0	2,5
<i>Allemagne <sup>(1)</sup></i>	4,0	6,0	6,0
<i>France</i>	-0,1	4,3	5,0
<i>Royaume-Uni</i>	5,6	2,6	3,3
<i>Italie <sup>(1)</sup></i>	1,9	6,5	6,7
<i>Espagne <sup>(1)</sup></i>	10,4	11,0	10,3
<i>Pays-Bas</i>	6,8	6,0	4,5

(1) FBCF en biens d'équipement seulement. Pour les autres pays il s'agit de l'ensemble équipements et constructions

### La demande de consommation devrait rester soutenue en Europe

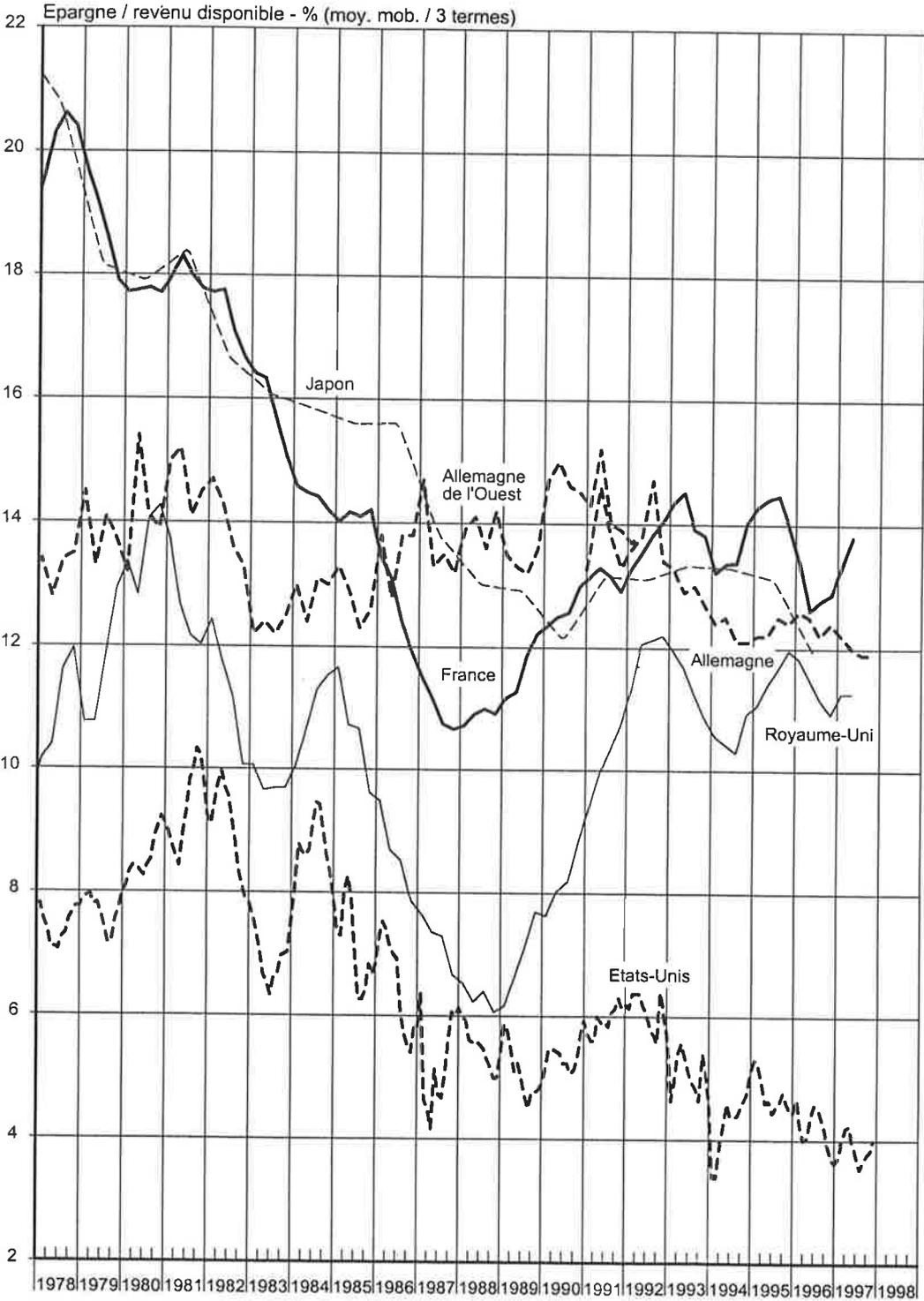
Pour l'ensemble des grands pays développés, on peut s'attendre à la poursuite d'une croissance modérée de la consommation avec une légère décélération en 1998 aux Etats-Unis et un probable raffermissement en Europe. Au Japon, la tendance restera en revanche médiocre.

### La consommation privée reviendrait à 2,3% en 1999 aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la consommation privée est restée vigoureuse avec toutefois un plafonnement des commandes nouvelles de biens de consommation en fin d'année. Le taux d'épargne s'est légèrement re-

Tassement des investissements productifs aux Etats-Unis .  
Renforcement en Europe

# TAUX D'EPARGNE DES MENAGES



© REXECODE

dressé au second semestre mais reste à un niveau bas (proche de 4%) et l'endettement des ménages est plutôt élevé. Plusieurs conditions d'un ralentissement de la consommation paraissent donc réunies. Inversement, les revenus progressent au rythme réel de 4% l'an, les indicateurs de confiance sont à un niveau record et les plus-values sur les portefeuilles boursiers augmentent encore. Notre estimation pour 1998 est une augmentation de la consommation des ménages américains de 3,3% (comme en 1997). En revanche, le ralentissement du pouvoir d'achat que nous supposons pour 1999 ramènerait la progression de la consommation à 2,3% en 1999.

### **Au Japon, après les achats d'anticipation du premier trimestre, la consommation des ménages s'est effondrée**

Après la hausse de la TVA (le 1er avril 1997), la consommation a fortement reculé au deuxième trimestre et elle n'a pas repris depuis. Le chômage augmente, les salaires réels baissent. Il paraît difficile d'imaginer une progression de la consommation en 1998, d'autant plus que le taux d'épargne des ménages japonais paraît désormais bas (inférieur aux taux allemands et français). Nous retenons une stagnation de la consommation en 1998 et une hausse de 1,2% en 1999.

### **En Europe, les perspectives de consommation sont favorables en raison de la reprise de l'activité ainsi que du recul du chômage**

Reprise de l'activité et recul du chômage qui pousse à la hausse les indicateurs de confiance. Au Royaume-Uni, la consommation devrait se modérer après le dur-

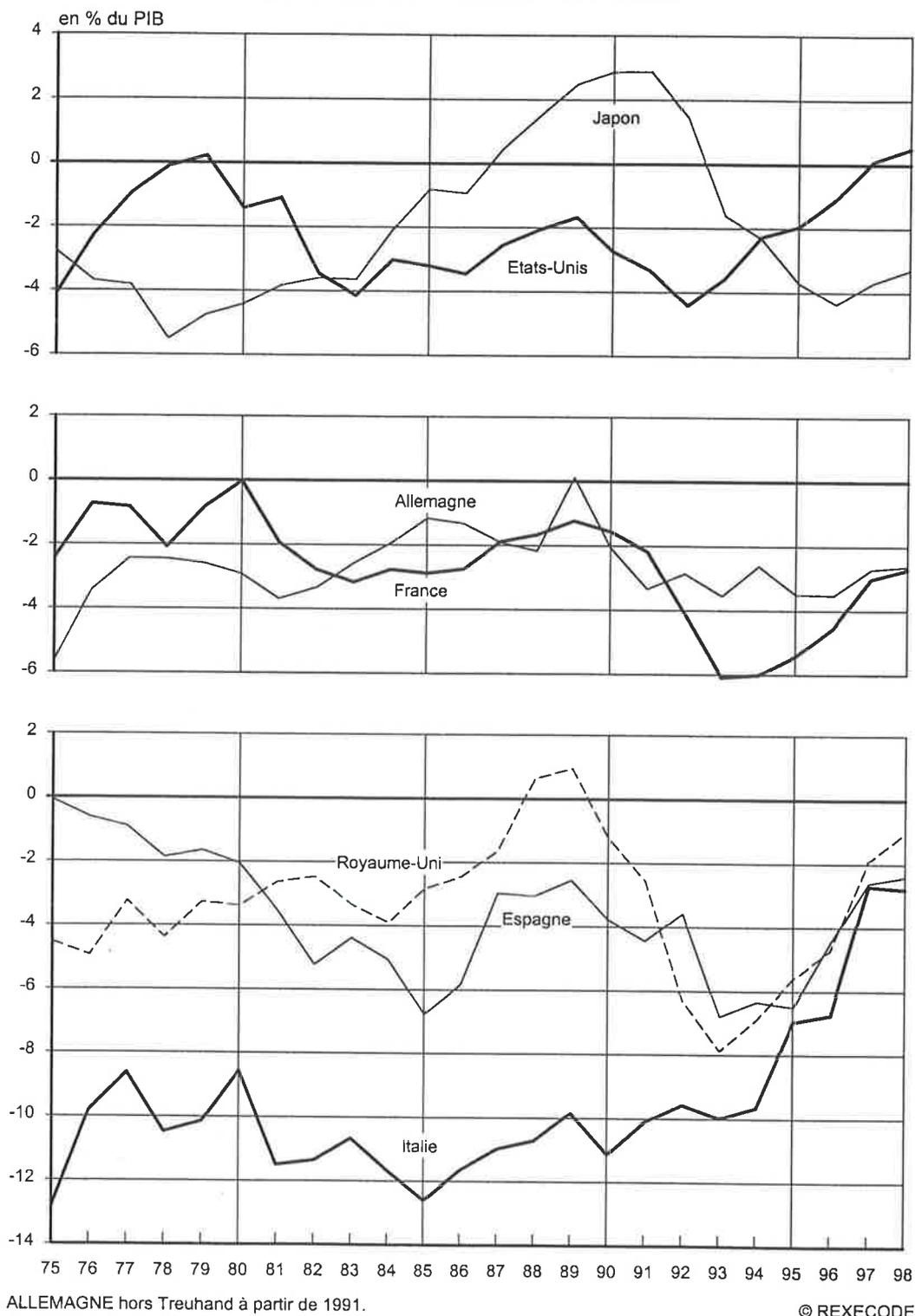
cissement de la politique monétaire et avec le ralentissement général de l'activité. Mais il existe des réserves de baisse du taux d'épargne des ménages, ce qui peut prolonger la croissance de la consommation. Après 3,6% en 1996 et 4,2% en 1997, nous envisageons encore une progression de 3,7% en 1998 et de 2,7% en 1999. En Allemagne, la consommation est bridée par les pertes d'emploi et les très faibles hausses de salaires. Après une hausse de la consommation de 0,3% en 1997, obtenue grâce à un repli du taux d'épargne, il s'avère que le volume des ventes au détail reste toujours médiocre. Nous retenons une progression de la consommation de 1,8% en 1998 et de 2,4% en 1999. En France, l'amélioration de l'emploi et l'accélération des salaires réels ont bénéficié à la consommation des ménages qui s'est nettement redressée. Ce mouvement devrait se prolonger en 1998. Nous envisageons un taux d'épargne stabilisé en moyenne annuelle et une progression de la consommation des ménages voisines de 2,5% en 1998 et 1999. En Italie, la consommation sera affectée en 1998 par la fin des mesures pour l'automobile. En revanche les dépenses des ménages resteraient élevées en Espagne.

Des achats de consommation en progression

#### **Taux de croissance de la consommation des ménages (en volume)**

	1997	1998	1999
<b>Etats-Unis</b>	3,3	3,3	2,3
<b>Japon</b>	1,1	-0,7	1,2
<b>6 grands européens</b>	1,9	2,6	2,6
<i>Allemagne</i>	0,3	1,8	2,4
<i>France</i>	0,9	2,7	2,4
<i>Royaume-Uni</i>	4,2	3,7	2,7
<i>Italie</i>	2,0	2,1	2,6
<i>Espagne</i>	3,1	3,1	3,5
<i>Pays-Bas</i>	3,1	3,0	3,0
<b>Total des huit</b>	2,5	2,4	2,2

### CAPACITE OU BESOIN DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



## Les pays développés sont sortis de la période de déséquilibres publics élevés

Le déficit public moyen de la zone OCDE dépassait 4% en 1993. Avec un déficit des administrations de l'ordre de 1,5% du PIB pour l'ensemble de la zone OCDE, la situation de 1997 est voisine de celle de 1989. Cependant la structure géographique des déficits est très différente.

### Un écart exceptionnel entre les Etats-Unis et le Japon

Aux Etats-Unis, les comptes publics dégagent globalement un léger excédent (0,1% du PIB en 1997) et les propositions pour le budget fédéral de 1999 maintiennent une gestion rigoureuse des dépenses. On peut estimer à 0,5% du PIB le surplus des comptes publics pour 1998, surplus qui se maintiendrait en 1999. Au Japon, après le vote de mesures de réduction d'impôt, le déficit central serait de 3,7% du PIB pour l'exercice fiscal 1997. L'excédent social (2,5% du PIB) fait un peu plus que compenser le déficit des collectivités locales. Pour 1998, le déficit central serait ramené à 3% du PIB (hors prise en charge de la dette des anciens chemins de fer public, 5% du PIB). Nous projetons un déficit de 3% pour l'ensemble des administrations publiques en 1999.

### Le Royaume-Uni suit la voie américaine

Au Royaume-Uni, le besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques s'est très sensiblement réduit en 1998 pour s'établir à 1,9% du PIB (contre 4,6% en 1996). L'amélioration s'explique par une progression des recettes qui bénéficient de la croissance écono-

mique continue au Royaume-Uni. Mais elle est due surtout à une extrême modération des dépenses primaires. Un collectif budgétaire sera présenté prochainement par le gouvernement. L'ampleur de la réduction du déficit est telle qu'aucun resserrement supplémentaire n'est à envisager par rapport au budget de juillet 1997.

### Le pacte de stabilité exigera de nouveaux efforts dans les pays de l'euro

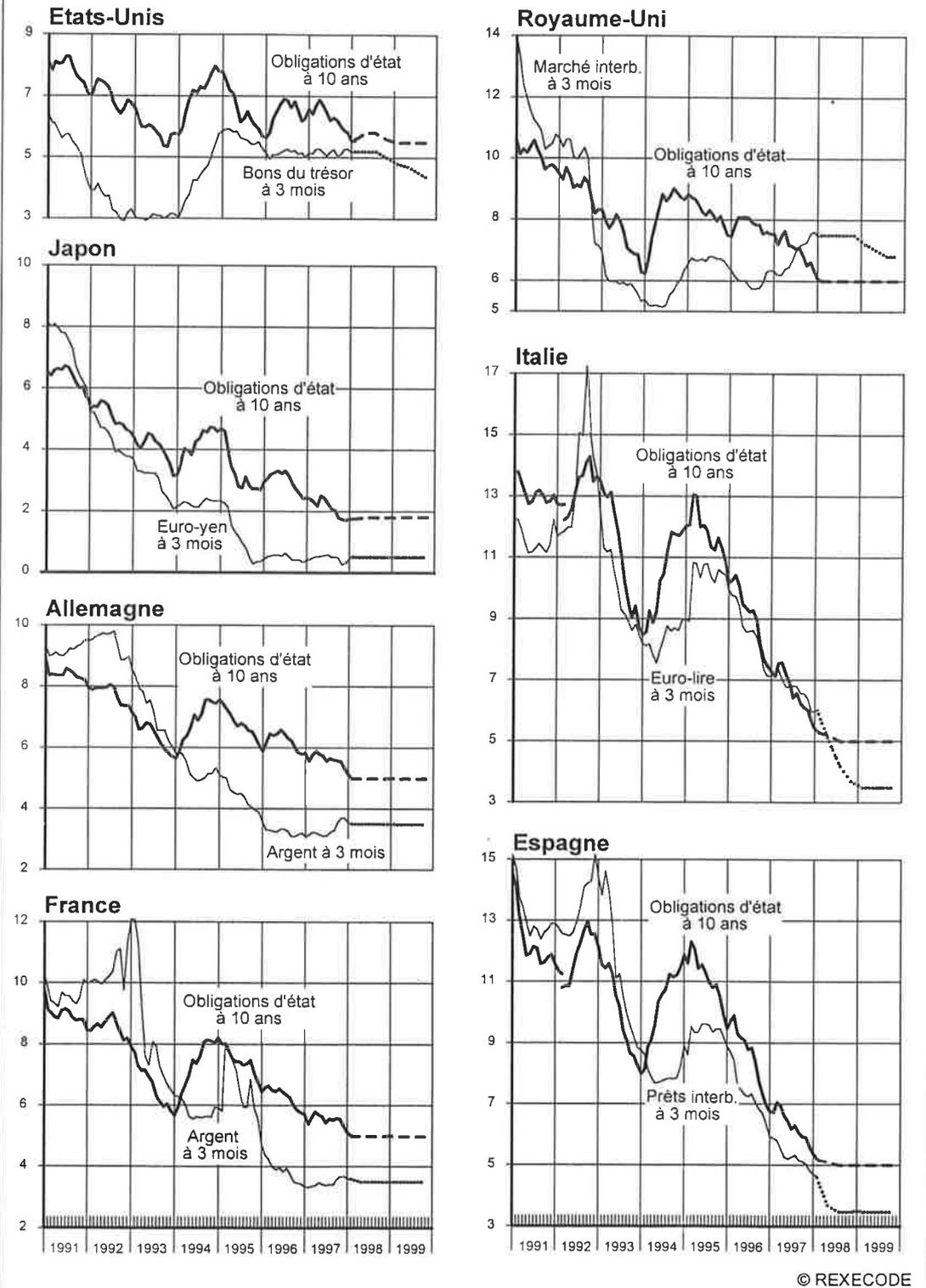
En Allemagne, la réduction du besoin de financement à 2,7 % du PIB a pu être obtenue grâce à une réduction très forte de la consommation et de l'investissement publics et au rétablissement des comptes sociaux (sous l'effet d'une hausse des cotisations). Pour 1998, on s'attend à un besoin de financement proche de 2,5 %. L'Italie est parvenue à ramener ses déficits publics de 6,7% à 2,7% du PIB dans un contexte de croissance faible (+1,5%). Cette performance exceptionnelle s'explique surtout par une hausse des recettes de l'ordre de 1,9 point de PIB (dont 0,6 pour le seul "impôt pour l'Europe"), et par une baisse de la charge d'intérêt sur la dette de 1,3 point. Les économies de dépenses n'ont représenté qu'environ 0,8 point. On peut attendre pour

Légère contraction du besoin de financement des administrations en Europe

<b>Solde des comptes des administrations publiques</b> (% du PIB)			
	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<i>Etats-Unis</i>	0,1	0,5	0,5
<i>Japon **</i>	-3,7	-3,3	-3,0
<i>Allemagne*</i>	-2,7	-2,6	-2,5
<i>France*</i>	-3,0	-2,7	-2,4
<i>Italie</i>	-2,7	-2,8	-2,4
<i>Royaume-Uni</i>	-1,9	-1,0	-0,5
<i>Espagne</i>	-2,6	-2,4	-2,2

\* comptabilité européenne  
\*\* hors prise en charge des chemins de fer publics, y.c. le régime de sécurité sociale

## TAUX D'INTERET



1998 une contraction de l'excédent primaire de 1,5 point de PIB. Les déficits se maintiendront cependant au-dessous de 3% grâce à la baisse des charges d'intérêt. En Espagne, le déficit des administrations publiques est de 2,6% du PIB en 1997. En 1998 et 1999, les ratios de déficit et de dette vont encore se réduire sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt et de la forte croissance économique. Pour la France, le besoin de financement des administrations publiques a été de 3% du PIB pour 1997 et le gouvernement table sur le maintien à ce niveau en 1998. Plusieurs mesures annoncées récemment par le gouvernement risquent cependant d'alourdir le montant des dépenses en 1998 et 1999. La contrainte budgétaire restera forte tant que la part de la dette publique dans le PIB ne sera pas stabilisée, ce qui exige de ramener le besoin de financement public à 2,4% du PIB.

### **Le maintien des taux d'intérêt à un niveau bas est possible, mais attention au rebond du taux long américain**

Le point essentiel pour les marchés de taux dans la période récente a été la baisse forte et générale des taux d'intérêt sur les échéances longues. Le taux sur emprunts d'Etat à dix ans s'établit aux Etats-Unis à 5,7%, soit 0,7% au-dessous de la moyenne de 1997, elle-même au-dessous de la moyenne de 1996. En Allemagne, le taux des emprunts d'Etat à 10 ans s'établit à 4,9% pour une moyenne 1997 de 5,7%. La perspective de l'euro a en outre accéléré la convergence des taux longs au sein de l'Europe, ramenant les taux italiens et les taux espagnols à moins de 30 points de base au-dessus des taux allemand et français désormais identiques.

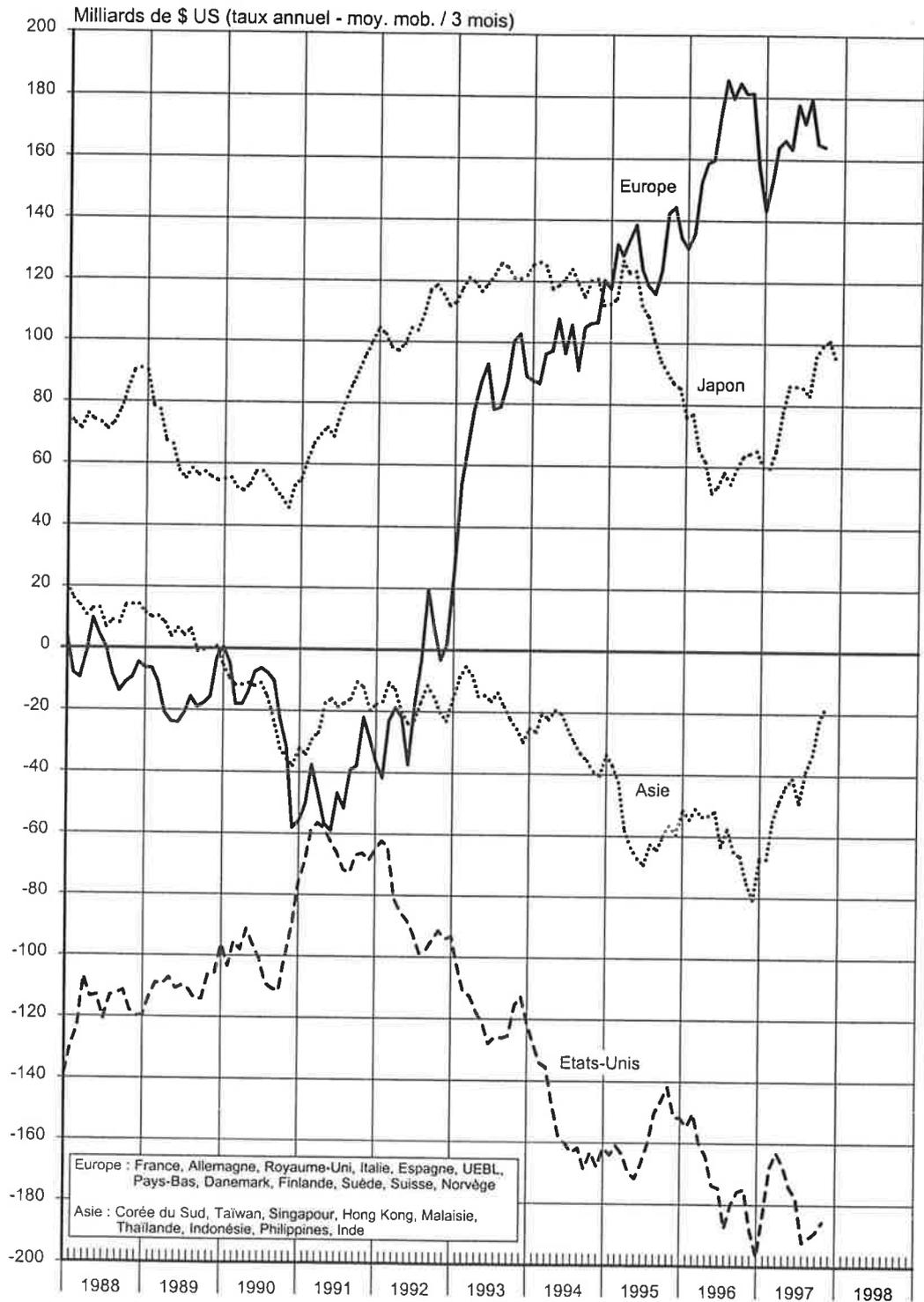
### **Les taux d'intérêt longs sont-ils prêts à rebondir ?**

Les taux d'intérêt actuels sont partout à des points bas historiques. La question centrale est de savoir s'ils peuvent se maintenir durablement à ces niveaux ou si comme on l'a presque toujours observé dans le passé, un rebond des taux à long terme interviendra rapidement. Cette question ne peut pas être examinée sous le même angle pour les Etats-Unis et pour l'Europe. Si en effet dans la période récente une cause commune (l'effet désinflationniste de la crise asiatique) a entraîné un recul généralisé des taux longs, les Etats-Unis et l'Europe sont dans des phases conjoncturelles très différentes.

### **Le risque de rebond existe aux Etats-Unis**

Les Etats-Unis entrent dans leur huitième année d'expansion. Les tensions sur le marché du travail sont manifestes et les hausses de salaires ont retrouvé leur rythme de 1989, rythme proche de 4% l'an. Pour l'instant, la désinflation importée grâce à la hausse du dollar a permis de prévenir tout germe inflationniste et de prolonger les gains de pouvoir d'achat et la croissance économique. Mais il suffit de peu pour que ce cercle vertueux se transforme en enchaînement préinflationniste, par exemple un simple incident de conjoncture qui ralentirait les gains de productivité, la fin de la désinflation importée, ou encore les deux à la fois. Un tel changement de paysage entraînerait rapidement un rebond des taux d'intérêt à long terme. Ce n'est pas l'hypothèse que nous privilégions, mais nous alertons le lecteur sur le risque de ce scénario en raison du renversement d'anticipation qu'il entraînerait et de ses con-

# BALANCES COMMERCIALES



© REXECODE

séquences très défavorables pour les marchés financiers. Nous retenons dans ces perspectives l'hypothèse d'un ralentissement spontané de l'économie américaine, la ramenant rapidement vers une croissance de l'ordre de 2% l'an. Dans cette hypothèse, les taux longs pourraient se maintenir à leur niveau actuel puis revenir vers 5,5%. Mais il faudrait alors envisager aussi une baisse des taux courts selon la réaction habituelle de la Réserve fédérale (face à un ralentissement d'activité) et le retour à une courbe de taux plus pentue.

### Les taux d'intérêt devraient rester bas en Europe

La prévision européenne est a priori plus facile. Dans la perspective d'une croissance européenne proche de son potentiel et d'une absence durable de tout risque inflationniste, le maintien des taux longs actuels est l'hypothèse la plus vraisemblable. Nous retenons pour l'Allemagne et la France le maintien du taux à 10 ans à 5% en 1998 et 1999. Les taux italien et espagnol rejoindraient ce niveau prochainement. Seul le Royaume-Uni conserverait un spread de un point par rapport à l'euro. Les taux courts sur l'euro pourraient alors s'établir en janvier 1999 à 3,5% et s'y maintenir ensuite.

### La configuration mondiale recèle des déséquilibres à surveiller

Les mouvements des balances extérieures s'expliquent par les changements dans les positions de la compétitivité relative et à court terme et par les écarts de conjoncture. Les prix relatifs à l'exportation (en monnaie commune) sont souvent retenus comme indicateurs

<i>Taux d'intérêt sur les monnaies directrices</i>			
	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>
<b><i>Etats-Unis</i></b>			
<i>3 mois</i>	<i>5,2</i>	<i>5,2</i>	<i>4,6</i>
<i>10 ans</i>	<i>6,4</i>	<i>5,7</i>	<i>5,5</i>
<b><i>Japon</i></b>			
<i>3 mois</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>
<i>10 ans</i>	<i>2,2</i>	<i>1,8</i>	<i>1,8</i>
<b><i>Allemagne</i></b>			
<i>3 mois</i>	<i>3,3</i>	<i>3,5</i>	<i>3,5</i>
<i>10 ans</i>	<i>5,7</i>	<i>5,0</i>	<i>5,0</i>

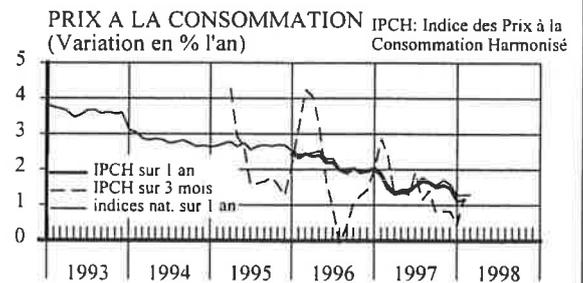
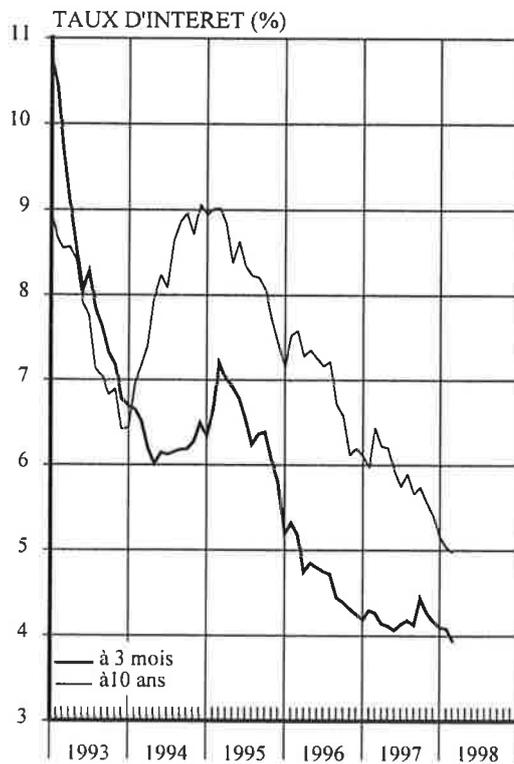
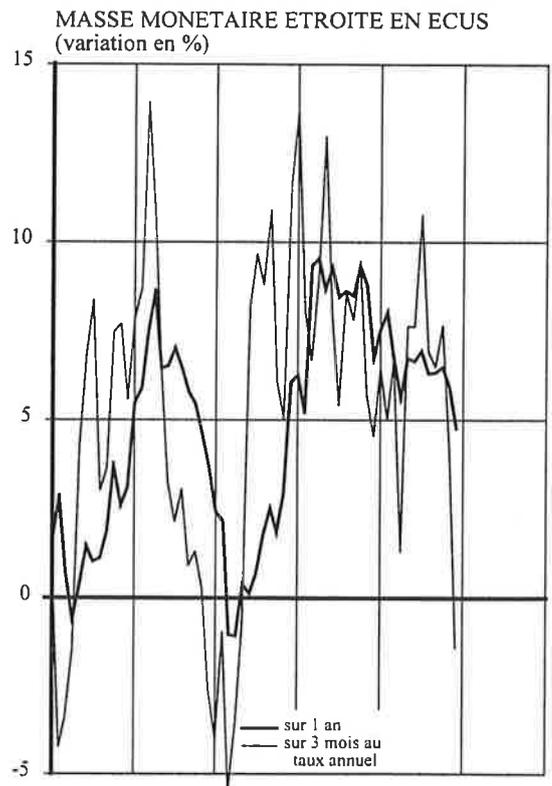
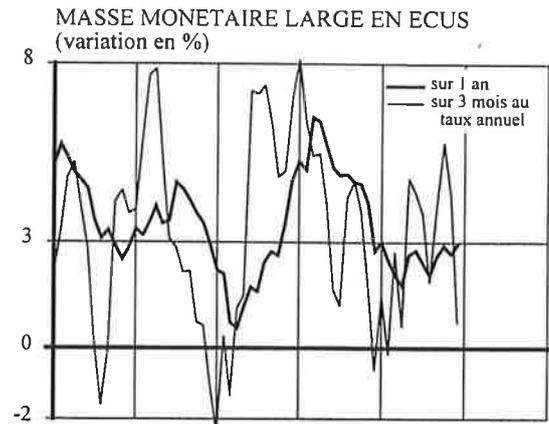
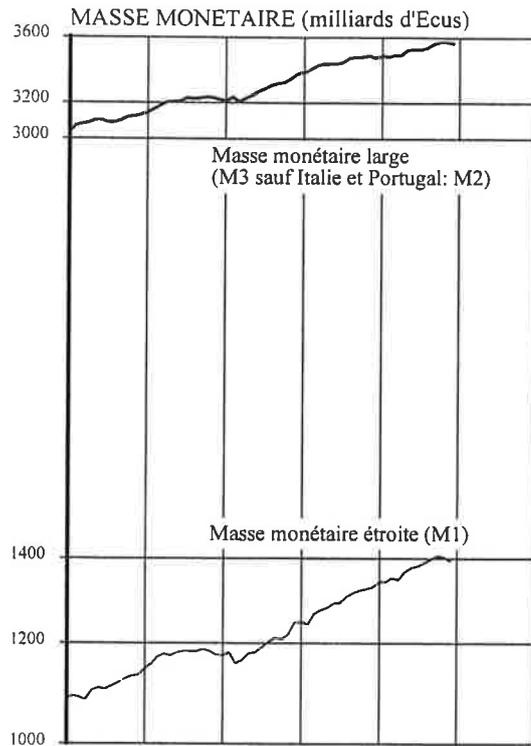
Les taux d'intérêt peuvent rester à un niveau bas

de la position concurrentielle des pays. Les indices calculés par l'OCDE pour l'industrie manufacturière font apparaître des redistributions fortes au cours des années récentes. Sur la base de l'année 1991, le prix relatif des biens industriels américains était à 85 en 1997 contre 128 pour les biens produits au Japon et 102 pour les exportations allemandes (98 pour la France). La position du Royaume-Uni s'est nettement dégradée (indice 110 en 1997). L'Italie et l'Espagne sont en position avantageuse avec des indices de 85 à 90 en 1997. On notera que le Taipei chinois et Hong Kong sont à 108 mais que la Corée n'avait avant la chute du won aucun handicap de compétitivité puisque l'indice des prix à l'exportation était à l'indice 81 en 1996 (il est tombé à environ 70 en moyenne en 1997).

### L'excédent japonais se stabiliserait

Les prix relatifs à l'exportation sont loin d'expliquer à eux seuls les mouvements des balances commerciales qui se sont avérés d'une très grande ampleur au cours des années récentes. L'excédent commercial japonais a connu de larges fluctuations autour d'une moyenne de l'ordre d'une centaine de milliards de dollars. Il est actuellement pro-

## INDICATEURS MONETAIRES DE LA ZONE "EURO"



© REXECODE

che de ce niveau. Les points les plus marquants des années récentes sont les mouvements quasiment symétriques entre la tendance au déficit aux Etats-Unis et aux excédents en Europe ainsi que la lente dérive vers le déficit en Asie, dérive qui s'est brutalement inversée en 1997.

### La divergence entre Etats-Unis et Europe est forte

Malgré une réduction de l'excédent courant italien et une augmentation du déficit britannique, l'excédent courant de l'Europe continue d'augmenter, notamment au bénéfice de la France et de l'Allemagne. Cet excédent a doublé entre 1995 et 1998 pour atteindre 125 mrds \$, ce qui laisse peu de chances à un «euro faible». Le déficit courant américain serait en 1998 stabilisé aux environs de 215 mrds \$. L'excédent japonais augmenterait cette année et se stabiliserait en 1999.

### Des déficits à surveiller en Europe de l'Est

En dehors de l'OCDE on observe une lente dérive du déficit courant (globalement de l'ordre de 70 mrds\$ en 1998). Plus que le niveau, c'est sa répartition par pays qui recèle des risques. La correction engagée dans le Sud-Est asiatique devrait permettre de réduire le déficit courant de la zone (la Chine conservera un excédent élevé). En revanche, le déficit de l'Amérique latine augmente. Le Brésil, l'Argentine, mais aussi de nouveau le Mexique sont à surveiller étroitement. En Europe de l'Est, l'excédent russe s'amoindrit. Le déficit global de l'Europe centrale a déjà provoqué une série d'ajustements en Hongrie, Roumanie et République tchèque. D'autres sont probables, en République slovaque et à terme en Pologne.

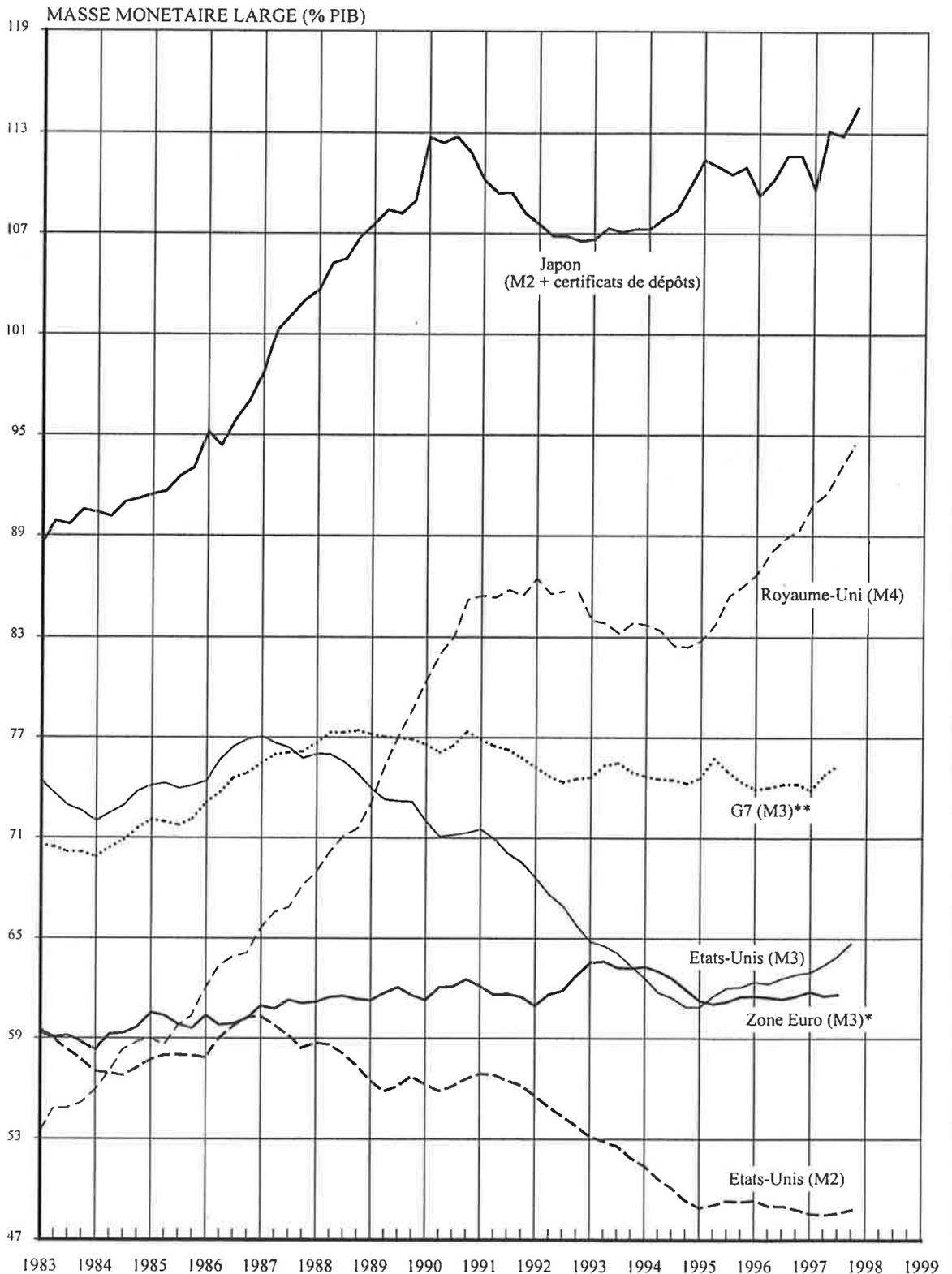
<b>Balances courantes</b> (Milliards de \$)			
	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<b>OCDE</b>	<b>21</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>
<b>OCDE Amérique</b>	<b>-185</b>	<b>-212</b>	<b>-217</b>
<i>dont : Etats-Unis</i>	<i>-165</i>	<i>-183</i>	<i>-187</i>
<b>OCDE Asie-Pacifique</b>	<b>77</b>	<b>83</b>	<b>76</b>
<i>dont : Japon</i>	<i>95</i>	<i>105</i>	<i>100</i>
<b>OCDE Europe</b>	<b>130</b>	<b>126</b>	<b>135</b>
<i>dont :</i>			
<i>Union Européenne</i>	<i>105</i>	<i>100</i>	<i>107</i>
<i>Allemagne</i>	<i>-6</i>	<i>8</i>	<i>11</i>
<i>France</i>	<i>38</i>	<i>33</i>	<i>34</i>
<i>Royaume-Uni</i>	<i>2</i>	<i>-10</i>	<i>-15</i>
<i>Italie</i>	<i>33</i>	<i>31</i>	<i>36</i>
<i>Espagne</i>	<i>3</i>	<i>2</i>	<i>0</i>
<b>Hors OCDE</b>	<b>-76</b>	<b>-67</b>	<b>-67</b>
<i>Amérique Latine</i>	<i>-51</i>	<i>-50</i>	<i>-51</i>
<i>Asie - Pacifique</i>	<i>-10</i>	<i>10</i>	<i>15</i>
<i>Moyen-Orient</i>	<i>2</i>	<i>-2</i>	<i>-1</i>
<i>Afrique</i>	<i>-9</i>	<i>-10</i>	<i>-11</i>
<i>Europe de l'Est</i>	<i>-8</i>	<i>-14</i>	<i>-19</i>
<b>Monde</b>	<b>-55</b>	<b>-70</b>	<b>-73</b>

### Un euro large et fort se profile

Les déséquilibres de paiements extérieurs persistent

Les faits majeurs de la période récente sont la remontée du dollar et de la livre sterling. Après l'effondrement de certaines monnaies asiatiques à l'automne dernier, une stabilisation de ces monnaies puis un début de remontée sont intervenus. Les cours de changes actuels restent néanmoins très au-dessous de leurs niveaux d'il y a un an. La baisse des monnaies asiatiques pénalise davantage l'économie japonaise et l'économie américaine (indirectement par le Japon) que l'économie européenne. Elle constitue donc en soi un facteur d'affaiblissement du dollar (et du yen) contre les monnaies européennes. Si le dollar s'est néanmoins renforcé, c'est parce qu'il a joué son rôle de valeur refuge classique en période troublée, et aussi parce que l'écart entre taux d'intérêt américains et européens s'est accru.

## INDICATEURS DE LA LIQUIDITE DANS LE MONDE



\*Zone Euro (6 pays): Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas, Finlande. M3 et PIB exprimés en ECU

\*\*G7: Etats-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie, Canada. M3 et PIB exprimés en \$

## Le yen pénalisé par les taux d'intérêt

La faiblesse persistante de l'économie japonaise pèse sur le yen qui (à 127 yens pour un dollar) reste un peu au-dessous de sa moyenne de 1997 (121 yens pour 1 dollar). L'excédent courant japonais devrait le protéger contre un recul durable du yen. Mais l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Japon (près de 5 points) pénalise le yen et soutient le dollar (ainsi d'ailleurs que les cours boursiers à Wall Street).

## Le dollar en sursis ?

La fermeté du dollar contre mark peut aussi s'expliquer par l'écart de taux d'intérêt positif en faveur des États-Unis, de deux points sur les échéances à trois mois, d'un peu moins d'un point sur celles à dix ans. A court terme, cet écart pourrait encore s'accroître, la conjoncture américaine étant plus exposée à la menace de tensions que la conjoncture européenne. Le dollar pourrait donc encore temporairement être poussé à la hausse. Mais le maintien d'un déficit extérieur considérable finira par l'emporter. Dans l'hypothèse du ralentissement américain que nous retenons, le dollar rechuterait alors. Notre hypothèse est de 1,70 DM en milieu d'année 1998 et 1,65 DM en 1999.

## En Europe, la création de l'euro est l'événement majeur de la période prochaine

La mise en place d'un euro large se précise et toutes les monnaies s'approchent de leur pivot actuel. Dès le début mai prochain, les taux de conversion des monnaies en

euro seront fixés et ces taux seront donc défendus jusqu'au 31 décembre. Au-delà, les monnaies nationales disparaîtront en tant que monnaies autonomes. Cette première historique est anticipée avec la plus grande sérénité par les marchés. Deux questions se poseront au-delà du 1er janvier 1999 : l'évolution du taux de change entre l'euro et le dollar d'une part et les monnaies européennes destinées à rejoindre l'euro d'autre part.

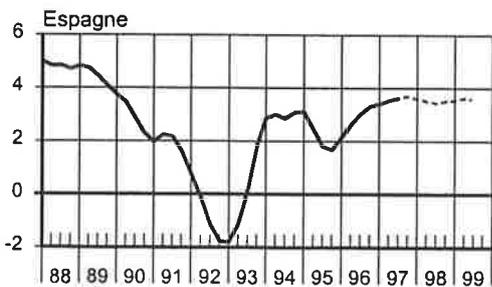
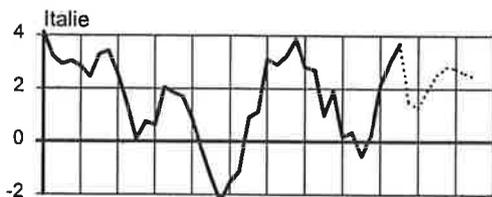
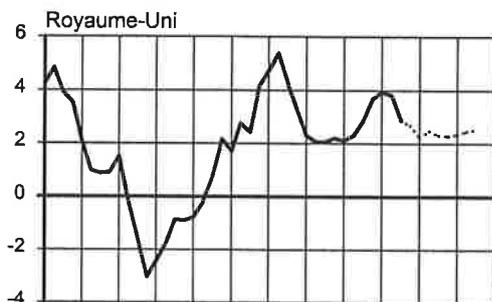
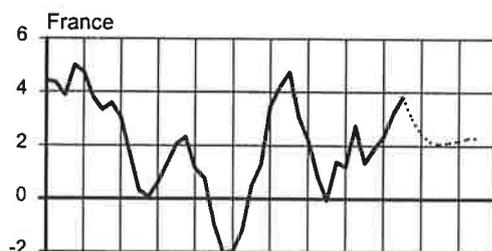
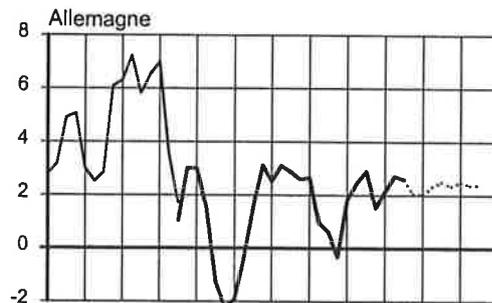
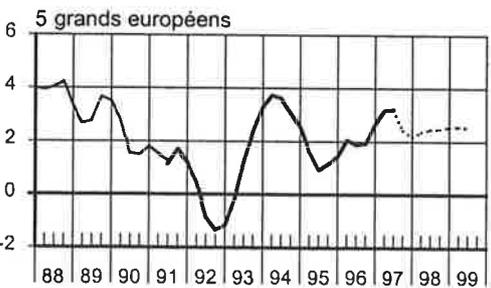
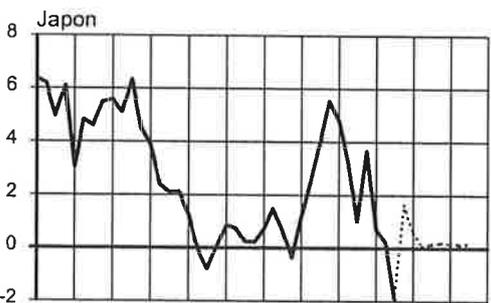
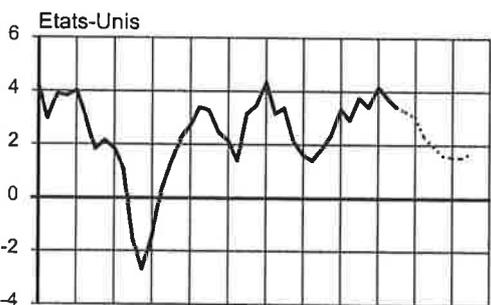
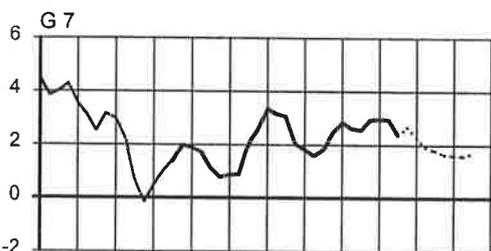
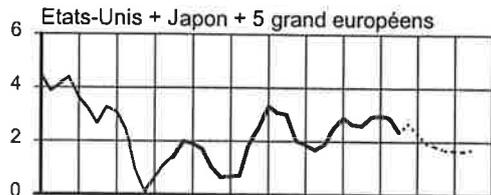
## L'euro plébiscité par les marchés

Le taux de change de l'euro se fixera au gré des marchés. L'analyse macroéconomique suggère un renforcement spontané de l'euro par rapport au dollar. L'écart des balances de paiement (près de 4% du PIB de l'un ou l'autre des partenaires) le justifierait à lui seul. Il s'y ajoutera probablement une demande d'euro comme instrument de réserve et inversement une moindre demande de dollars par le système des Banques centrales européennes. Pour la livre sterling, il est prévu qu'elle fera partie du système monétaire élargi et qu'un taux pivot sera donc fixé le 1er janvier 1999. Les pertes de compétitivité actuelles de l'économie britannique suggèrent que ce taux pivot pourrait être inférieur au taux actuel de la livre par rapport à l'écu.

Affaiblissement du dollar

<i>Hypothèses de taux de change</i>			
	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>
<i>1 \$ = ...yen</i>	<i>121</i>	<i>126</i>	<i>125</i>
<i>1 \$ = ...mark</i>	<i>1,74</i>	<i>1,74</i>	<i>1,65</i>
<i>1 mark = ... yens</i>	<i>69,7</i>	<i>72,4</i>	<i>75,8</i>
<i>1 \$ = ... FF</i>	<i>5,84</i>	<i>5,83</i>	<i>5,53</i>

**VARIATIONS DU PIB EN VOLUME**  
(en % sur 1 trimestre au taux annuel - moy. mob. / 3 mois)



© REXECODE

## **Déflation mondiale ? Relance de la crise asiatique ? Effondrement du dollar ? Corrections boursières ?**

Nos projections continuent de privilégier l'hypothèse d'une croissance mondiale soutenue et non inflationniste, croissance qui se renforcerait légèrement en Europe, faiblirait temporairement aux États-Unis (sans perspective d'une récession), resterait médiocre au Japon. Dans ce schéma l'hypothèse du maintien des taux d'intérêt à long terme autour de leurs niveaux actuels se justifie, comme celle du statu quo des politiques monétaires dans le noyau européen. Plusieurs aléas peuvent affecter nos prévisions, aléas qui sont liés aux déséquilibres qu'elle recèle.

### **Nous écartons tout schéma de déflation générale**

La probabilité d'un enchaînement auto-entretenu de baisse des prix et des volumes est très faible. La désinflation s'opère dans une économie mondiale en croissance et il n'y a pas en dehors du Japon et de quelques pays d'Asie d'excès de dettes. La situation européenne est même inverse.

### **Une forte baisse du dollar ne peut pas être écartée**

L'une des principales incertitudes tient aux déséquilibres des paiements extérieurs dans le monde. Le déficit américain reste élevé dans nos perspectives (bien que sur ce point nous restions en deçà des prévisions de l'OCDE par exemple). Si l'excédent japonais plafonne à un niveau élevé, l'excédent européen continue de s'accroître. Le ralentissement américain survenant dans

ce contexte pourrait entraîner un recul du dollar beaucoup plus marqué que nous le supposons.

### **Relance de la crise asiatique ?**

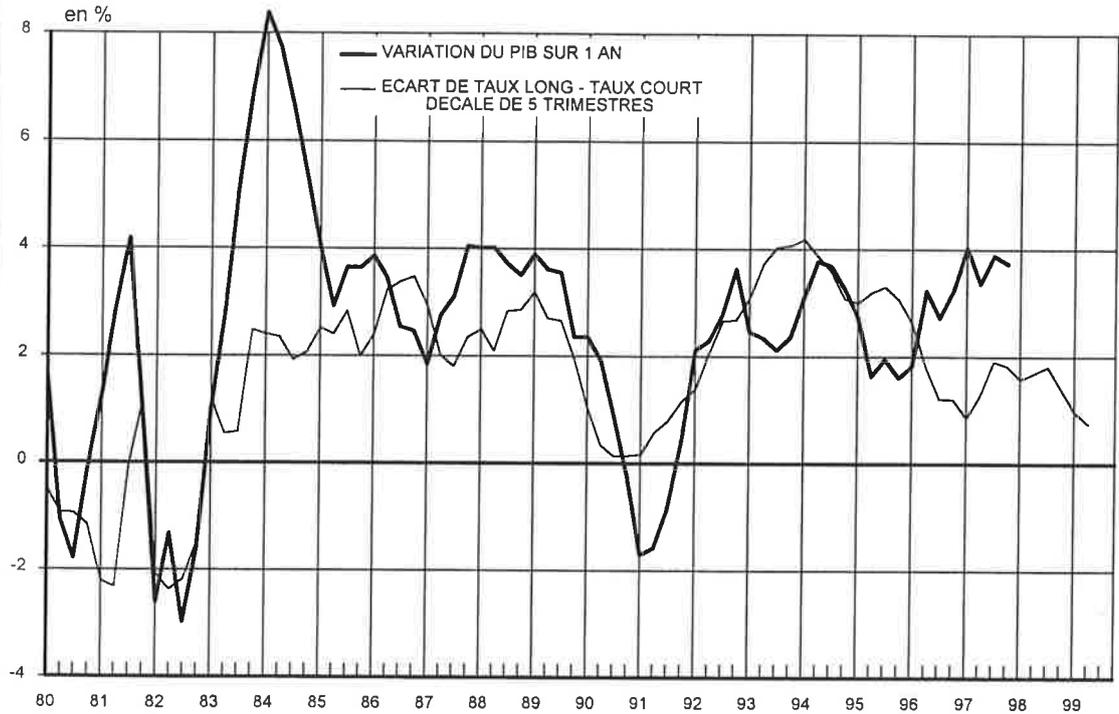
Le surplus total dégagé par l'ensemble des zones les plus développées s'accroît, ce qui doit trouver sa contrepartie dans le creusement du déficit des zones émergentes. Or dans ces zones il y a quelques pays dont les déficits extérieurs sont insoutenables ou se creusent à nouveau dangereusement. Nous avons fait le pari que la crise financière en Asie était désormais maîtrisée. Deux questions au moins restent cependant à l'heure actuelle en suspens. L'avenir de l'Indonésie et le taux de change du yuan.

L'Indonésie reste un foyer d'instabilité majeure. Les chocs monétaires et inflationnistes sur une économie encore largement administrée et dotée d'un système politique rigide sont socialement très dangereux. La réaction des populations est difficile à prévoir, ainsi que, en cas de troubles graves, la réaction des pays voisins.

Les monnaies chinoises (yuan et dollar de Hong Kong) ont passé la crise sans menace sérieuse. Les excédents chinois, le niveau élevé des réserves de devises de la Chine et le contrôle des changes extérieurs ont permis aux autorités de faire face aux menaces de crises monétaires. Le plus probable est que les gains de compétitivité relative acquis par les pays à monnaie dépréciée seront compensés rapidement par la hausse des prix intérieurs et par les difficultés de crédit qui limitent la production. Si un accident survenait néanmoins sur la monnaie chinoise, il est clair que la crise asiatique pourrait être relancée.

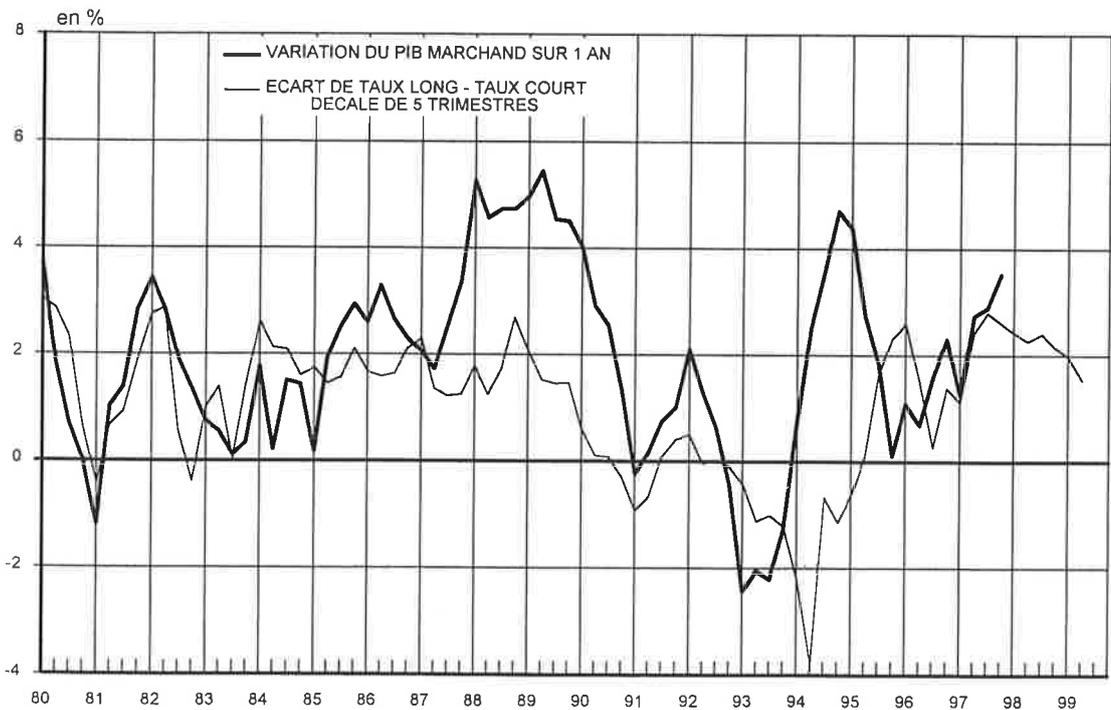
Etats-Unis

### COURBE DES TAUX ET CROISSANCE ECONOMIQUE



France

### COURBE DES TAUX ET CROISSANCE ECONOMIQUE



© REXECODE

## **Une tension aux Etats-Unis serait très défavorable aux marchés financiers**

Aux Etats-Unis, il ne faut pas écartier le scénario d'une croissance plus soutenue que dans notre prévision (comme cela a été le cas en 1997). A vrai dire, les indicateurs de conjoncture récents ne permettent pas d'assurer que le ralentissement est aujourd'hui amorcé. De nouveaux rebonds de croissance finiraient par une accélération de la hausse des salaires alors que les avantages de la désinflation impor-

tée disparaîtraient. Les autorités monétaires seraient alors conduites à durcir les taux d'intérêt. La contraction relative des profits s'opérerait simultanément et il en résulterait un recul boursier dont l'ampleur est difficile à apprécier. La croissance américaine serait alors stoppée plus rapidement. Il est vrai que si ce risque se matérialisait, le Système fédéral de Réserve disposerait à terme de marges d'intervention pour alimenter l'économie en liquidités avec un taux d'intervention qui à 5,5% reste élevé.

## Prévisions par pays

### Etats-Unis

Soutenue à la fin de l'exercice passé (+ 3,9% l'an au 4ème trimestre), la croissance reste forte en ce début de l'exercice 1998. Certes elle s'est modérée dans la sphère industrielle touchée par le ralentissement, voire la contraction des exportations à destination des pays émergents d'Asie et de l'Amérique latine. Mais elle s'est accélérée dans le secteur de la construction résidentielle qui a bénéficié de la douceur de l'hiver et qui se trouve stimulé par la baisse des taux longs.

Aussi n'est-il pas étonnant que le marché du travail reste dynamique avec des créations d'emplois salariés supérieures à 300.000/mois, ce qui se traduit par une nouvelle baisse du taux de chômage. Tombé à 4,6% celui-ci est au plus bas depuis octobre 1973.

Bien que les pressions salariales s'accroissent à mesure que le taux de chômage baisse : sur les douze derniers mois connue jusqu'en février la hausse des gains horaires dans le secteur privé non agricole ressort à 4,1%, la hausse des prix à la consommation ne s'accroît pas. Au contraire, elle ralentit encore (1,7% sur un an, en janvier) en raison de la baisse des prix des produits pétroliers et plus généralement des prix à l'importation. Sur un an (février 1998/février 1997) les prix à l'importation de marchandises ont reculé de 6,1%. Sur les trois derniers mois connus leur repli dépasse les 10% l'an.

A très court terme, ce processus devrait se poursuivre. D'une part, la baisse des prix des produits venant du Sud-Est asiatique n'est pas terminée. D'autre part le recul des prix du pétrole s'est poursuivi : dans le nouvel indice des prix à la consommation le poids des produits pétroliers ressort à plus de 3,2%. L'accélération de la hausse des salaires réels qui résulte de la désinflation devrait donc se poursuivre et soutenir la consommation. A plus longue échéance, dès lors que la baisse des prix à l'importation cessera, une réaccélération de l'inflation paraît inévitable. La question est de savoir quelle sera son ampleur. Nous parions qu'elle sera limitée et en intensité et en durée en raison du ralentissement de l'expansion que nous projetons. Celui-ci devrait en effet se traduire par une modération des créations d'em-

<b>ETATS-UNIS</b>				
	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<i>Variations annuelles en %</i>				
<b>PIB (volume)</b>	2,8	3,8	2,8	1,7
<b>Demande interne stocks inclus</b>	3,0	4,1	3,4	1,6
<b>Demande interne hors stocks</b>	3,0	3,6	3,5	2,1
<b>Consommation privée</b>	2,6	3,3	3,3	2,3
<b>Dépenses publiques</b>	0,5	0,9	1,0	1,0
<b>FBCF totale</b>	8,3	7,9	7,1	2,3
<i>logement</i>	5,9	2,7	6,3	1,7
<i>productif</i>	9,2	9,7	7,4	2,5
<b>Exportations (biens et services)</b>	8,3	12,4	4,4	4,3
<b>Importations (biens et services)</b>	9,1	14,3	8,2	3,5
<b>Prix de détail</b>	2,9	2,3	1,7	2,1
<b>Gains horaires*</b>	3,3	3,8	4,6	3,9
<i>Moyenne sur la période</i>				
<b>Balance courante</b> (taux annuel) (mrds \$)	-148	-165	-183	-187
<b>Bons du Trésor à 3 mois</b>	5,2	5,2	5,2	4,6
<b>Obligations d'Etat à 10 ans</b>	6,4	6,4	5,7	5,5
<b>1 \$ = ...D.M</b>	1,51	1,74	1,74	1,65
<b>1 \$ = ...yens</b>	109	121	126	125
<b>1 \$ = ...FF</b>	5,12	5,84	5,83	5,53
<b>1 £ = ... \$</b>	1,56	1,64	1,63	1,59

plais et par une remontée du taux de chômage. La hausse des salaires cesserait de s'accélérer pour amorcer une décélération à compter du second semestre de l'exercice, qui se poursuivrait en 1999.

Ce scénario favorable dans lequel le Système fédéral de Réserve ne durcirait pas ses taux directeurs, voire les desserrerait courant 1999 à mesure que le ralentissement de l'activité s'accroîtrait, suppose que les facteurs d'affaiblissement de l'activité l'emportent sur les facteurs de stimulation et que les entreprises arbitrent alors en pesant sur leurs dépenses d'investissement productif. Celles-ci ont fortement monté depuis six ans, une modération voire un retournement ne serait pas anormal surtout si les profits ralentissent comme cela est probable.

Evidemment ce scénario est loin d'être totalement assuré. Si une modération sensible des exportations est inévitable et si, à courte échéance, un ralentissement du stockage va peser sur l'activité, les comportements des ménages sont plus incertains. Le bas niveau du taux d'épargne, malgré la remontée récente, la lourdeur de l'endettement incitent à penser que la consommation et l'investissement des ménages devraient freiner. Mais les indicateurs de confiance sont à des records, les revenus augmentent rapidement, le marché du travail reste dynamique. Wall-Street établit de nouveaux records et les taux hypothécaires ont nettement baissé. Les dépenses des ménages pourraient donc non seulement ne pas freiner mais s'accroître pour compenser l'effet restrictif du ralentissement des exportations.

Dans cette configuration, les importations seraient encore plus vi-

goureuses, la balance commerciale se dégraderait davantage, le dollar serait menacé et Monsieur Greenspan devrait se résoudre à monter ses taux d'intérêt. Wall-Street serait évidemment secoué.

## Japon

Les comptes du quatrième trimestre 1997 confirment que le Japon est en panne de croissance. Avec une baisse du PIB de 0,2% par rapport au trimestre précédent, la fin d'année est à l'image du scénario que nous retenons, à savoir une demande intérieure particulièrement molle, proche de l'atonie et une contribution extérieure légèrement positive. Aujourd'hui on ne voit pas comment l'archipel pour-

<b>JAPON</b>				
	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
	<i>Variations annuelles en %</i>			
<b>PIB (en volume)</b>	4,1	0,9	-0,2	0,3
<b>Demande intérieure totale</b>	5	-0,5	-1	0,1
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	5	-0,5	-1	0,1
<b>Consommation privée</b>	2,9	1,1	-0,7	1,2
<b>Consommation publique</b>	1,5	-0,2	-0,1	-3,2
<b>FBCF totale</b>	10,1	-3,4	-2	-0,8
<i>Logement</i>	13,4	-15	-11,7	-2,6
<i>Productif privé</i>	9,5	4,8	2	2,5
<i>Publique</i>	9,5	-11,9	-5,5	-7,8
<b>Exportations (biens et services)</b>	3,5	11,1	4,3	2
<b>Importations (biens et services)</b>	11,5	0,3	-1,2	1,6
<b>Prix de détail</b>	0,1	1,7	0,6	0
<b>Gains mensuels</b>	1,3	2,2	0,6	0,3
	<i>Moyenne sur la période</i>			
<b>Balance courante (mrd\$ de \$)</b>	65,8	94,5	105	100
<b>Euro-yen à trois mois</b>	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Obligations d'Etat à 10 ans</b>	3,0	2,2	1,8	1,8
<b>1\$ =...yens</b>	108,8	121	126	125
<b>1DM =...yens</b>	72,3	69,7	72,4	75,8

rait rebondir, au-delà des effets conjoncturels mais artificiels qui ont soutenu à plusieurs reprises l'économie, à savoir des relances publiques massives. Les déficits du gouvernement central et des collectivités locales ne permettent plus des plans importants de soutien à l'économie, d'autant que l'excédent du régime de sécurité sociale tend à se réduire, avec l'accroissement du déséquilibre "actifs/retraités". La dette publique qui avoisine les 100% du PIB exerce une pression très forte sur la croissance japonaise.

La faible demande intérieure associée à la déflation importée (notamment par la baisse massive du prix du pétrole) ont éliminé toute inflation. Mais ce qui est davantage inquiétant, c'est que la contraction des prix semble s'accompagner d'une contraction des volumes, plaçant le pays au bord de la déflation. Il apparaît par ailleurs que le Japon continue d'arbitrer en faveur de l'emploi, puisque les derniers indicateurs de hausse salariale et d'emplois montrent une baisse nominale du premier et une hausse du second. Autrement dit, après sept ans de crise, le modèle nippon d'emploi à vie résiste.

Le projet de budget prévoit une baisse de la pression fiscale des ménages de 0,4% du PIB, et pour les entreprises de 0,2% du PIB. Ces deux mesures devraient éviter une crise plus profonde. Les mesures de stabilisation du système financier japonais consistent d'une part en une recapitalisation des institutions financières et d'autre part en une restructuration du système financier. Des crédits d'un montant de 30000 mrd de yens y seront consacrés. L'ampleur du dispositif té-

moigne d'une prise de conscience par le gouvernement de la gravité des problèmes qui menacent le système bancaire japonais. Cependant il faudra être particulièrement attentif à la manière dont le plan aura lieu. En particulier il faudra s'assurer que les recapitalisations et restructurations ont pour objet d'assainir le marché et non pas de renflouer des banques inefficaces et au bord de la faillite.

L'investissement des entreprises devrait rester faible, compte tenu d'une demande molle et de capacités de production importantes. Le taux d'investissement japonais est encore élevé, au regard de ce qu'il est dans les autres pays de l'OCDE, et même si l'on ne prend en compte que l'investissement en biens d'équipements. Par ailleurs les perspectives d'exportations sont assez médiocres, en particulier à cause de la crise des pays d'Asie en développement, qui représentent 40% des débouchés du Japon. Les excédents commerciaux et courants devraient rester élevés, avec des importations quasi plates.

Dans ce contexte la politique monétaire devrait rester toujours aussi accommodante. Les taux d'intérêt restent stables, à des niveaux très bas. Nous retenons un yen proche de son niveau actuel, ce qui semble être celui souhaité par le nouveau ministre des finances.

En définitive notre scénario prolonge la tendance passée, et indique que le Japon n'a pas retrouvé le chemin d'une croissance saine et durable. Nous en sommes à nous demander quel signal pourra nous indiquer que l'archipel a commencé à restructurer son économie en profondeur, pour retrouver une croissance plus forte.

## Allemagne

Le PIB a augmenté au rythme de 1,1% l'an au dernier trimestre 1997 et en moyenne annuelle 1997/96, la croissance a été de 2,3% (contre 1,4% en 1996). Ce fléchissement du dernier trimestre, est plus marqué que celui inscrit dans nos perspectives du mois de décembre et provient essentiellement de la faiblesse persistante de la demande intérieure et du ralentissement des exportations allemandes. Le profil trimestriel de la demande intérieure dans les comptes trimestriels a été assez largement revu. Après avoir stagné au 3ème trimestre, cette dernière a progressé de 2,6% l'an au quatrième trimestre, mais est restée totalement plate hors stocks. La variation des stocks, très élevée depuis 1995, a encore fortement augmenté au quatrième trimestre à 2,4% du PIB (contre 0,6% en moyenne historique).

Selon les dernières enquêtes IFO, le solde des opinions des industriels concernant leurs stocks de produits finis s'est stabilisé à un niveau bas et inférieur à celui de 1994. Malgré cela, il est hautement probable que le brusque tassement des commandes a entraîné un stockage involontaire (pouvant expliquer en partie le dynamisme des importations au quatrième trimestre). La faiblesse des ventes au détail en fin d'année devrait aussi avoir joué dans le sens du stockage involontaire. Comme nous l'évoquions déjà en décembre, la montée des stocks n'est en tout cas nullement extrapolable en 1998.

Les moindres destructions d'emplois, la très légère baisse du chômage et une légère amélioration du pouvoir d'achat des ménages permettraient de mieux asseoir la con-

sommation privée en 1998 et 1999 (1,8 % et 2,2 %).

Nous prévoyons dans notre compte 1998 un rebond marqué de la consommation au premier trimestre, en anticipation de la hausse de la TVA du 1er avril prochain. Le taux de chômage, tout en se repliant très légèrement sous l'effet de la stabilisation de l'emploi, devrait rester élevé (11,6 % en 1998, 11,3% en 1999).

Du côté de l'investissement, le profil trimestriel de la FBCF en biens d'équipement a été très largement revu et la progression en moyenne annuelle ressort à 4 %, ce qui demeure décevant au regard du niveau élevé du taux d'utilisation

<b>ALLEMAGNE (entière)</b>				
	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<i>Variations annuelles en %</i>				
<b>PIB (en volume)</b>	1,4	2,3	2,4	2,4
<b>Demande interne stocks inclus</b>	0,8	1,3	1,9	2,1
<b>Demande interne hors stocks</b>	1,0	0,2	1,5	2,0
<b>Consommation privée</b>	1,2	0,3	1,8	2,2
<b>Consommation publique</b>	2,6	-0,4	0,0	1,2
<b>FBCF totale</b>	-1,1	0,4	2,0	2,4
<i>Construction</i>	-3,0	-2,0	-0,8	-0,2
<i>Equipement</i>	2,1	4,0	6,0	6,0
<b>Exportations (biens et services)</b>	5,3	10,8	8,0	6,0
<b>Importations (biens et services)</b>	3,0	7,1	6,6	5,0
<b>Déflateur du PIB</b>	1,0	0,6	1,1	1,4
<b>Gains horaires (ouest, tt activités)</b>	2,3	1,2	1,7	2,4
<i>Moyenne sur la période</i>				
<b>Balance courante</b>				
<i>(mrds DM)</i>	-19,8	-10,1	13,7	18,4
<i>(mrds \$)</i>	-13,1	-5,8	8,1	11,1
<b>Taux interbancaire à 3 mois</b>	3,3	3,3	3,5	3,5
<b>Emprunt d'Etat à 10 ans</b>	6,2	5,7	5,0	5,0
<b>1 \$ = ... DM</b>	1,51	1,74	1,74	1,65
<b>1 DM = ...FF</b>	3,40	3,37	3,35	3,35

des capacités de production. La moindre dégradation de la composante construction de la FBCF en 1998 et 1999 devrait provenir de l'investissement non-résidentiel des entreprises et de la commande publique, alors que le potentiel de baisse dans le résidentiel (est-allemand notamment) semble toujours très important.

Globalement, notre prévision de demande intérieure en 1998-99 va toujours dans le sens d'une amélioration graduelle (1,9 % en 1998, 2,1% en 1999), soutenue par la FBCF en biens d'équipement (6 % l'an), une consommation un peu plus ferme (proche de 2 %) et une moindre dégradation dans le secteur de la construction.

Toutefois, force est de constater que les indicateurs conjoncturels disponibles sur les premiers mois de 1998 laissent une impression plutôt mitigée. Si les commandes à l'industrie (à l'export et surtout sur le marché intérieur) et la production industrielle ont fortement rebondi en janvier, le rebond des commandes ne concerne que quasi-exclusivement les biens d'équipement. On peut ainsi se demander s'il ne s'agit pas du simple effet calendaire de report des commandes publiques (militaires notamment) retardées en fin d'année dernière pour des questions budgétaires. Les commandes de biens intermédiaires et de consommation sont restées particulièrement molles. Seule certitude : le boom des exportations allemandes semble terminé. La contribution des exportations nettes à la croissance en 1998 et 1999 devrait être fortement réduite.

## France

L'activité économique s'est accélérée au second semestre 1997 avec une croissance du PIB de 3,7% en rythme annuel avec une forte contribution de la demande intérieure (près de 3%), qui a pris le relais de la demande extérieure qui se ralentit. Cependant c'est la consommation des ménages qui a le plus contribué à cet affermissement de la demande intérieure tandis que l'investissement est resté à plat sur l'ensemble de l'année 1997. Nos perspectives de croissance pour 1998 et 1999 tablent sur

<b>FRANCE</b>				
	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
	<i>Variations annuelles en %</i>			
<b>I - Ressources-emplois (volume)</b>				
PIB total	1,5	2,4	2,8	2,5
PIB marchand	1,4	2,6	2,9	2,6
Demande interne stocks inclus	1,0	1,0	2,7	2,5
Demande interne hors stocks	1,5	0,9	2,5	2,4
Consommation privée	2,1	0,9	2,7	2,4
Consommation publique	1,7	1,6	1,6	1,8
FBCF totale	-0,5	0,2	2,7	3,0
logement	-0,2	-0,4	1,6	1,3
productif	-0,8	-0,1	4,3	5,0
administrations publiques	-1,2	1,5	-0,6	-0,8
Exportations (biens et services)	4,8	11,3	6,8	5,7
Importations (biens et services)	2,8	6,6	7,0	5,7
<b>II - Evolutions nominales</b>				
PIB (nominal)	2,7	3,4	3,6	3,9
Prix de détail	2,0	1,2	0,6	1,4
Salaire mensuel de base	2,1	2,2	2,3	1,9
Taux de salaire horaire	2,5	2,8	2,6	3,1
Exportations de marchandises	4,1	13,7	6,4	5,2
Importations de marchandises	2,6	8,5	7,1	4,4
Balance commerciale				
FAB-FAB (mrds F)	86	171	171	194
Balance courante en mrds F	105	213	184	205
en mrds \$	20,5	36,4	31,6	37,1
<b>III - Revenus- marché du travail</b>				
Productivité horaire	1,9	2,7	2,5	2,7
Durée annuelle du travail	-0,4	-0,3	-0,6	-1,1
Coût salarial horaire	2,8	2,9	2,6	3,1
Coût salarial unitaire	0,6	0,1	0,1	0,4
Taux de marge des SQS en %	31,4	30,8	31,0	31,8
Pouvoir d'achat du RDB des ménages	-0,1	2,2	2,2	1,9
Taux d'épargne brute des ménages(%)	12,7	13,9	13,6	13,1
Emploi salarié marchand	-0,1	0,2	1,0	1,1
Taux de chômage (%) au sens du BIT	12,3	12,5	12,0	11,5
<b>IV - Taux d'intérêt (%)</b>				
Marché interbancaire à 3 mois	3,9	3,5	3,5	3,5
Obligations d'Etat à 10 ans	6,3	5,6	5,0	5,0
<b>V - Taux de change</b>				
1 \$ = ...FF	5,12	5,84	5,83	5,53
1 DM = ...FF	3,40	23,37	3,35	3,35

la poursuite du raffermissement de la demande intérieure, en particulier sur une reprise de l'investissement productif. En moyenne annuelle, la croissance serait de 2,8% en 1998 et 2,5% en 1999.

La demande extérieure s'est nettement ralentie au dernier trimestre 1997 avec un recul de la valeur des marchandises exportées. Le rythme des exportations se modérerait de 11,3% en 1997 à 6,8% en 1998 et 5,7% en 1999, sous l'effet du ralentissement du commerce mondial. Ce rythme d'exportation correspond à une stabilisation des parts de marché de la France. Dans ces conditions, la contribution de la demande extérieure à la croissance serait quasiment nulle sur les deux prochaines années. Mais le commerce extérieur serait soutenu par une amélioration des termes de l'échange permise en 1998 par la baisse des prix du pétrole et en 1999 par la baisse du dollar. L'excédent commercial continuerait à plafonner à son niveau record à environ 170 mrd F en 1998 et se gonflerait en 1999.

Le volume de la consommation des ménages, qui a progressé de 5,8% en rythme annuel au second semestre 1997, est soutenu par de forts gains de pouvoir d'achat. D'une part la masse salariale distribuée a nettement augmenté, avec une progression soutenue des salaires et une nette amélioration du marché du travail en fin d'année. D'autre part, les prix à la consommation se sont nettement ralentis : l'inflation ressort à 0,7% en glissement annuel en février 1998 conduisant à une baisse des prix au premier trimestre 1998. En 1998, l'accélération de l'activité et la mise en oeuvre du dispositif des emplois jeunes devraient conduire à la création de 250 000 emplois. Les gains

de pouvoir d'achat des ménages, qui devraient restés supérieurs à 2% en 1998, et une légère baisse du taux d'épargne permettraient de consolider la reprise de la consommation en 1998 et 1999.

Les comptes trimestriels indiquent que l'investissement productif est resté faible jusqu'au dernier trimestre 1997 mais les indicateurs conjoncturels récents suggèrent un début de reprise des dépenses d'investissement. Les immatriculations de véhicules utilitaires de plus de 5 tonnes se sont nettement redressées. Dans l'enquête trimestrielle de janvier de l'INSEE, les industriels anticipent une hausse de 10% de leurs investissements en 1998. Mais le plafonnement des importations de biens d'équipement depuis le mois d'octobre dernier souligne la fragilité de cette reprise. En considérant une progression de l'ordre de 7% des dépenses d'investissement dans l'industrie et de 3% dans les services, nous estimons la progression du volume de l'investissement productif à 4,3% en 1998, qui se consoliderait en 1999.

Les efforts de restriction budgétaire ont permis de ramener le déficit à 3,0% du PIB en 1997. L'accélération de la croissance en 1998 devrait permettre d'atteindre un déficit de 2,8% en 1998 qui se maintiendrait en 1999. Le rythme actuel de réduction des déficit reste insuffisant pour stabiliser la part de la dette publique dans le PIB.

### **Royaume-Uni**

Au quatrième trimestre 1997, la croissance a sensiblement ralenti à 1,5% l'an après s'être maintenue sur un rythme de 4% l'an en moyenne du dernier trimestre 1996 au troisième trimestre 1997. Le coup de frein est venu des exporta-

tions qui ont enregistré une baisse de 1,4% l'an. En revanche, la demande intérieure a accéléré à plus de 5% l'an entraînée par une consommation des ménages très dynamique. Le ciseau entre demandes intérieure et extérieure est intervenu plus tardivement mais plus fortement que nous l'avions envisagé. Les indicateurs disponibles sur le début 1998 témoignent à la fois d'une consommation privée toujours soutenue et d'une activité industrielle sans ressort en raison du tassement des exportations.

Toutefois, au regard des soldes d'opinion sur les perspectives de production et sur les carnets de commandes, on peut espérer une

stabilisation voire même une légère reprise de la production industrielle sur le premier trimestre de sorte que la contribution négative à la croissance d'ensemble sera bien moins importante qu'au dernier trimestre 1997. De plus, l'activité dans la construction devrait avoir accéléré en ligne avec le fort rebond des mises en chantier et la bonne tenue des commandes de bâtiments industriels, commerciaux et de logements au quatrième trimestre 1997. Enfin, en février, l'indice d'activité dans les services est très fortement remonté laissant supposer également une accélération de la production dans ce secteur. Un sursaut de la croissance au premier trimestre est donc envisageable. Aussi n'avons-nous revu que marginalement l'ampleur du ralentissement pour 1998 et 1999.

Malgré une moindre progression du pouvoir d'achat de la masse salariale, la consommation progresserait encore fortement en 1998 et ne ralentirait vraiment qu'en 1999. La poursuite de la baisse du chômage est favorable à une baisse du taux d'épargne. Du côté de l'investissement des entreprises, le plafonnement des dépenses du secteur manufacturier devrait être compensé par les dépenses des autres secteurs. Par ailleurs, l'investissement public ne devrait plus contribuer négativement à la croissance comme ce fut le cas en 1996 et 1997.

La question de savoir si une nouvelle hausse de taux d'intérêt est nécessaire pour prévenir une accélération de l'inflation est de plus en plus âprement discutée au sein du comité de politique monétaire. Pourant la hausse des prix de détail hors intérêts hypothécaires est toujours contenue autour de 2,8% (2,5% en janvier); corrigée des taxes, elle évolue autour de 2% seu-

<b>ROYAUME-UNI</b>				
	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
	<i>Variations annuelles en %</i>			
<b>PIB (en volume)</b>	2,3	3,5	2,5	2,4
<b>Demande interne stocks inclus</b>	2,7	3,5	3,4	2,2
<b>Demande interne hors stocks</b>	3,0	3,6	3,3	2,4
<b>Consommation privée</b>	3,6	4,2	3,7	2,7
<b>Consommation publique</b>	2,0	2,3	1,9	1,2
<b>FBCF totale</b>	1,8	2,7	3,7	2,8
<i>Construction</i>	1,5	1,7	3,9	2,8
<i>Equipement</i>	2,2	4,0	3,4	2,8
<b>Exportations (biens et services)</b>	6,8	7,9	3,0	4,8
<b>Importations (biens et services)</b>	8,4	8,2	5,5	3,9
<b>Déflateur du PIB</b>	2,9	2,6	2,6	2,4
<b>Gains mensuels (toutes activités)</b>	3,9	4,4	4,9	4,0
	<i>Moyenne sur la période</i>			
<b>Balance courante</b>				
- mrd\$ £	-1,9	1,0	-5,9	-9,6
- mrd\$ \$	-2,9	1,7	-9,6	-15,2
<b>Marché interbancaire à 3 mois</b>	6,0	6,8	7,5	7,0
<b>Obligations d'Etat à 10 ans</b>	8,1	7,0	6,0	6,0
<b>1 £ = ...\$</b>	1,57	1,64	1,63	1,59
<b>1 £ = ...DM</b>	2,35	2,85	2,83	2,63
<b>1 £ = ...FF</b>	8,00	9,57	9,48	8,79

lement (1,9% en janvier). Le déflateur du PIB ne montre également aucun signe d'accélération. Mais il est vrai que l'appréciation du change depuis la mi-96 a contribué grandement à la modération de l'inflation. Il est vrai aussi que les négociations salariales de la fin 1997 ont abouti à des hausses générales de l'ordre de 0,5 point supérieures à ce qu'elles étaient à la mi-97 tant dans le secteur manufacturier que dans le secteur des services. Il est vrai enfin qu'indépendamment de l'évolution des coûts, la vigueur de l'activité dans les services peut faire craindre une poursuite de l'accélération des prix dans ce secteur. Mais la baisse des prix des matières premières et celle des produits manufacturés va engendrer une nouvelle vague de désinflation importée. Le ralentissement de la croissance aidant, il nous semble malgré tout peu probable que les prix accélèrent d'ici pour les deux années à venir.

Au dernier trimestre 1997, le déficit de la balance commerciale s'est aggravé à 17 mrds £/an contre 12 mrds sur les trois premiers trimestres. Aux évolutions en volume déjà défavorables (accélération des importations, baisse des exportations) s'est ajouté une dégradation des termes de l'échange. En 1998, le ralentissement des exportations et le maintien d'une croissance de la demande intérieure au dessus de 3% se traduirait par une nouvelle dégradation du solde commercial. Par ailleurs, le dollar est amené à s'affaiblir vis-à-vis du DM et nous envisageons une réduction de l'écart de taux court vis à vis de l'Allemagne. Une dépréciation de la livre interviendrait à partir du deuxième semestre 1998.

## Italie

D'après les estimations provisoires de l'ISTAT, la croissance serait ressortie autour de 1,5% en 1997, après 0,7% en 1996. Jusqu'à maintenant, ce rebond s'est avéré fragile: les seuls moteurs de la croissance ont été la consommation des ménages et la reconstitution des stocks, qui ont dû l'essentiel de leur dynamisme à la "prime à la casse" automobile (hausse de plus de 40% des immatriculations). Pour autant, au-delà des aléas trimestriels (les comptes ne sont pas corrigés des jours ouvrables), il ressort que l'activité s'est accélérée en cours d'an-

<b>ITALIE</b>				
	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<i>Variations annuelles en %</i>				
<b>PIB (en volume)</b>	0,7	1,5	2,1	2,6
<b>Demande interne stocks inclus</b>	0,2	2,4	2,2	2,6
<b>Demande interne hors stocks</b>	0,8	1,4	2,2	2,7
<b>Consommation privée</b>	0,7	2,0	2,1	2,6
<b>Consommation publique</b>	0,4	0,2	0,4	1,0
<b>FBCF totale</b>	1,2	0,4	4,3	4,9
<i>Construction</i>	1,1	-1,2	1,8	2,9
<i>Equipement</i>	1,3	1,9	6,5	6,7
<b>Exportations (biens et services)</b>	-0,3	7,4	6,8	5,1
<b>Importations (biens et services)</b>	-2,6	12,5	8,0	5,3
<b>Prix de détail</b>	3,8	1,8	1,9	1,9
<b>Gains horaires (tt activités)</b>	4,1	4,4	2,5	2,7
<i>Moyenne sur la période</i>				
<b>Balance courante</b>				
1000 mrds liras	63,2	55,8	49,2	56,3
Milliards de \$	41,0	32,7	28,7	33,4
<b>Taux interbancaire à 3 mois</b>	8,7	6,8	4,7	3,5
<b>Emprunt Phare à 10 ans</b>	9,2	6,7	5,1	5,0
1 \$ = ... Lires	1543	1704	1716	1633
1 DM = ... Lires	1026	982	987	990
1000 Lires = ... Francs	3,32	3,43	3,40	3,38

née : en glissement annuel, le PIB a progressé de 2,8% au quatrième trimestre, alors qu'il avait reculé de près de 1% au premier. La vigueur de la production industrielle au quatrième trimestre (+5,5% en rythme annuel, contre +1,7% au troisième) le confirme. Cette année, sous l'hypothèse que la baisse des taux d'intérêt prenne le relais de la prime automobile pour soutenir la consommation, la croissance devrait progressivement accélérer et dépasser la ligne des 2%. La reprise de l'investissement, et l'arrêt de la dégradation du commerce extérieur, feraient plus que compenser l'arrêt du restockage suggéré par les dernières enquêtes dans l'industrie manufacturière.

Les opinions des chefs d'entreprise sur les carnets de commandes domestiques en biens d'équipement se sont nettement redressées depuis la fin 1996. En outre, la plupart des "fondamentaux" de l'investissement sont bien orientés : taux d'utilisation des capacités de production au plus haut depuis le deuxième trimestre 1990, fort repli des taux d'intérêt réels (déjà -100 pdb pour les taux à 10 ans depuis le début 1997), hausse des profits grâce au ralentissement prévisible de l'avance des salaires réels (les négociations se feront sur la base d'un taux d'inflation de 1,8%, contre 2,5% en 1997). Dans ces conditions, la FBCF en biens d'équipement pourrait augmenter de plus de 6,5% l'an en 1998 et 1999. Par ailleurs, les mesures très favorables contenues dans le budget 1998 devraient relancer la construction, par le biais notamment de l'activité d'entretien-amélioration.

L'inconnue principale concerne la consommation des ménages, qui est restée déprimée hors automobile en 1997. Plusieurs facteurs

suggèrent cependant qu'elle devrait rester dynamique au cours des prochains mois. La mise en place d'une prime gouvernementale "écologique" à partir de février devrait permettre d'amortir la correction à la baisse du marché automobile. L'indice de confiance des ménages, bien corrélé au glissement annuel de la consommation en volume, est au plus haut depuis le troisième trimestre 1990. Les ventes au détail ont très fortement rebondi à la fin 1997. Enfin, il existe vraisemblablement un potentiel de baisse du taux d'épargne qui devrait se matérialiser avec la baisse des taux d'intérêt. De son côté, la consommation publique restera contrainte, bien que l'étau pourrait progressivement se desserrer une fois la participation à la monnaie unique officialisée.

Après s'être apprécié de 9,4% en 1996, le taux de change réel effectif de la lire a perdu 2% en 1997. De plus, le recul prévisible des importations d'automobiles devrait peser sur les importations pour environ 0,15 point de PIB. Dans ces conditions, les échanges extérieurs devraient cesser cette année de contribuer négativement à la croissance. Le solde courant resterait sur des niveaux de l'ordre de 2,5% du PIB, grâce aussi à l'amélioration des termes de l'échange.

Les progrès de la désinflation ont été très nets en 1997, mais les prix à la consommation ont récemment accéléré (+2,2% en rythme annuel sur les trois derniers mois connus, contre +1,5% en glissement annuel en 1997). Pour autant, avec la fin des effets de la hausse de la TVA du mois d'octobre, et compte tenu de la modération des coûts salariaux et des prix des matières premières, l'avance des prix devrait rester contenue sous les 2% en 1998 et 1999.

## Espagne

La publication des comptes nationaux du quatrième trimestre confirme, à tout point de vue, l'excellente performance économique de l'Espagne en 1997 (+3,4%). L'accélération de la croissance a été causée par une demande intérieure beaucoup plus soutenue qu'en 1996, singulièrement de la part des entreprises. La forte progression de la FBCF a résulté de la reprise de la construction et, plus encore, de la vigueur du secteur de l'équipement, qui, seul, a contribué pour 25% à la croissance annuelle. L'apport du secteur extérieur est resté positif (0,7 point de PIB), mais il s'est atténué par suite de l'avance rapide des importations.

L'examen des derniers indicateurs conjoncturels ne suggère pas de ralentissement de la croissance, et compte tenu de l'effet d'acquis, il est raisonnable de réviser quelque peu à la hausse nos prévisions antérieures pour 1998. Notons que certaines données ont signalé à la fin de l'exercice passé une pause dans la forte progression de l'activité industrielle (+7% en 1997) et un léger retournement des enquêtes sur les perspectives de production et les carnets de commande (ce qui semble dû principalement à la demande étrangère). Il n'en demeure pas moins que les enquêtes sont favorablement orientées et que le taux d'utilisation des capacités productives se maintient au-dessus de sa moyenne historique (79%). Les mises en chantier et les immatriculations automobiles demeurent à des niveaux historiquement très élevés.

Sans parler du climat d'optimisme lié à la participation de l'Espagne au premier train de l'euro, les éléments favorables au soutien

de la demande intérieure sont nombreux. Grâce à la maîtrise des prix, les ménages obtiennent des gains de pouvoir d'achat. La réduction des taux d'intérêt s'est traduite par une explosion des crédits. Par ailleurs, l'emploi a progressé l'an passé de 3%, et la réduction du nombre de chômeurs se poursuivait encore significativement en janvier et février.

Avec la baisse des taux d'intérêt espagnols vers le niveau moyen européen, l'environnement financier est de surcroît stimulant. Sur les échéances à court terme, l'écart de taux vis-à-vis de l'Allemagne est

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

à peine supérieur à cinquante centimes; il est presque nul sur celles à long terme. Cette convergence a été encouragée par les réductions répétées des taux directeurs de la banque centrale, sans créer, pour autant, de dérapage des agrégats monétaires et des prix. Malgré l'activité soutenue, la maîtrise de l'inflation, aidée d'ailleurs par l'environnement mondial, ne devrait pas être remise en cause.

Avec un déficit public équivalent à 2,6% du PIB en 1997, la performance budgétaire a été bien meilleure que prévu. Etant donné l'effet mécanique d'amenuisement

de la charge de la dette et les perspectives de croissance des recettes, le désendettement et la réduction des déficits se poursuivront.

Le déficit commercial s'est creusé en 1997, surtout en fin d'année, ressortant finalement à 2700 milliards de pesetas. En contrepartie, l'excédent de la balance des services, dû aux recettes touristiques, a permis de dégager un excédent courant égal à un demi-point de PIB. Grâce à un change compétitif et une participation plus active au commerce mondial, l'Espagne gagne des parts de marché, notamment dans l'Union européenne (70% de ses débouchés) où ses exportations ont progressé de 16% en 1997. L'effet de ralentissement de la demande mondiale devrait donc être assez modéré. Soulignons aussi que les investissements directs espagnols à l'étranger ont très fortement progressé l'année passée, et dépassent désormais ceux de l'étranger en Espagne.

### Pays-Bas

La croissance néerlandaise est ressortie à 3,3 % en 1997, soit au même rythme qu'en 1996. L'épidémie de fièvre porcine a coûté environ un demi-point de croissance, dans un pays où la production agricole reste relativement importante, représentant encore 4,7 % du PIB en 1996. Les comptes complets du quatrième trimestre ne sont pas encore disponibles, mais, de même qu'en 1996, les composantes les plus dynamiques de la croissance ont été une nouvelle fois la FBCF des entreprises et les exportations. Pour 1998 et 1999, la question est à nouveau de savoir si cette tendance favorable va se poursuivre.

La consommation des ménages est restée bien orientée sur l'ensemble de l'année 1997. Stabilisé depuis

<b>PAYS-BAS</b>				
	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<i>Variations annuelles en %</i>				
<b>PIB (en volume)</b>	3,3	3,3	3,2	3,0
<b>Demande interne stocks inclus</b>	3,6	3,5	2,9	2,7
<b>Demande interne hors stocks</b>	3,4	3,3	3,0	2,7
<b>Consommation privée</b>	3,0	3,1	3,0	3,0
<b>Consommation publique</b>	1,2	2,1	2,0	1,0
<b>FBCF totale</b>	6,0	6,1	4,5	4,0
Construction	1,9	2,5	2,0	0,0
Equipement	10,2	8,6	5,5	5,0
<b>Exportations (biens et services)</b>	4,5	5,8	5,5	6,0
<b>Importations (biens et services)</b>	5,3	6,	6,5	5,0
<b>Prix de détail</b>	2,0	2,2	2,0	2,0
<b>Gains horaires (toutes activités)</b>	1,9	2,9	2,5	2,5
<i>Moyenne sur la période</i>				
<b>Balance courante</b>				
(mrds florins)	33,3	35,3	36,2	40,0
(mrds \$)	19,8	18,1	18,9	21,6
<b>Taux interbancaire à 3 mois</b>	3,0	3,3	3,5	3,5
<b>Emprunt d'Etat à 10 ans</b>	6,2	5,6	5,0	5,0
<b>1 DM = ... NLG</b>	1,12	1,13	1,13	1,13
<b>1 FF = ... NLG</b>	0,33	0,33	0,33	0,35
<b>1 \$ = ... NLG</b>	1,69	1,95	1,95	1,85

l'été dernier à un niveau très élevé, l'indice de confiance des ménages est reparti à la hausse en début d'année.

La progression de la consommation devrait à nouveau approcher les 3 % l'an en 1998 et 1999, soit un taux très largement au-dessus de la moyenne 77-96 (1,8 % l'an). Comme l'an dernier, ce dynamisme de la consommation provient essentiellement de la vigoureuse progression de l'emploi (+2,8 % l'an en 1997) conduisant à une baisse importante du taux de chômage. La signature mi-novembre d'un nouvel accord bipartite pluri-annuel 1998-2002 devrait limiter toute reprise de l'inflation salariale.

Sous l'effet de la bonne santé du marché du travail, les salaires se sont toutefois légèrement accélérés en 1997, les salaires réels redevenant positifs. Les prix de détail ont augmenté de 2,2 % en 1997, principalement sous l'effet des hausses de prix des produits administrés à la fin de l'été. Enfin, la consommation des ménages devrait aussi être soutenue par les réductions d'impôts prévues en 1998 et 1999 par la coalition "violette" au pouvoir (réforme des seuils et des taux d'imposition de l'impôt sur le revenu, de l'impôt sur la fortune, baisse des impôts locaux et baisse des charges patronales sur les bas salaires).

Le bilan satisfaisant de l'équipe au pouvoir et l'état de décomposition avancé de l'opposition conservatrice devraient permettre au gouvernement de coalition (libéraux + socialistes) de poursuivre dans la ligne des réformes sans précédent engagées depuis 1994 : baisse des dépenses publiques ("norme Zalm" de progression annuelle, suppression de la ZW, contrôles renforcés

autour du régime WAO "d'invalidité") et réformes fiscales au profit des ménages et des entreprises.

La FBCF productive devrait rester dynamique en 1998 et 1999, tout en ralentissant légèrement notamment du fait du repli marqué de sa composante construction, relativement dynamique ces dernières années.

La fin d'un certain nombre de grands projets (travaux d'aménagement des digues, agrandissement du port de Rotterdam, cinquième piste de l'aéroport de Schiphol, liaison ferrée dédiée au fret entre le Zuid-Holland et la Ruhr allemande, etc.) freinera le dynamisme de la FBCF "construction" en 1998 et de façon plus marquée encore en 1999. Tout en restant relativement dynamique, la composante "équipement" devrait ralentir sensiblement dès cette année (le taux d'investissement en biens d'équipement a atteint aux Pays-Bas un haut historique en 1997), avec ici aussi, la fin d'une importante vague d'achats en biens d'équipement pour les nouvelles unités chimiques et pétrolières de la zone portuaire de Rotterdam.

Du côté de l'investissement logement, l'année 1997 devrait enregistrer une progression d'environ 3%, suite au fort rebond des permis de construire de logements neufs à la fin 1996. Les perspectives pour 1998 et 1999 sont nettement plus incertaines, notamment en raison du repli marqué des permis (fin d'un certain nombre d'avantages fiscaux).

Enfin, le dynamisme de la FBCF publique devrait se maintenir en 1998 et 1999 (travaux ferroviaires pour la ligne à grande vitesse reliant Bruxelles à Amsterdam, travaux routiers et hydrauliques).





# Tableaux annexes

## La croissance du PIB mondial

	73-96 % l'an%	1996 PIB monde	1996	1997	1998	1999
			volume % par an			
<b>Monde</b>	<b>3,3</b>	<b>100,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>
<b>OCDE total</b>	<b>2,7</b>	<b>57,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>
<b>OCDE Amérique</b>	<b>2,7</b>	<b>25,3</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>	<b>3,0</b>	<b>1,9</b>
<i>Etats-Unis</i>	2,7	21,4	2,8	3,8	2,8	1,7
<i>Canada</i>	2,7	1,9	1,2	3,8	2,8	2,2
<i>Mexique</i>	3,1	2,1	5,1	7,0	4,6	3,8
<b>OCDE Asie Pacifique</b>	<b>3,5</b>	<b>9,5</b>	<b>4,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>
<i>Japon</i>	3,6	8,3	4,1	0,9	-0,2	0,3
<i>Australie</i>	3,0	1,0	3,2	3,0	3,0	3,5
<i>Nouvelle-Zélande</i>	1,5	0,2	2,4	2,1	2,0	2,5
<b>OCDE Europe</b>	-	22,4	2,0	2,7	2,7	2,7
<i>Union europ. à 12</i>	2,2	19,2	1,7	2,6	2,7	2,7
<i>AELE à 6</i>	2,0	2,1	1,9	2,2	2,6	2,6
<i>Union europ. à 15</i>	-	20,5	1,7	2,6	2,7	2,7
<i>Allemagne</i>	2,3	4,8	1,4	2,3	2,4	2,4
<i>France</i>	2,2	3,4	1,5	2,4	2,8	2,5
<i>Royaume-Uni</i>	2,0	3,3	2,3	3,5	2,5	2,4
<i>Italie</i>	2,4	3,2	0,7	1,5	2,1	2,6
<i>Espagne</i>	2,4	1,7	2,3	3,4	3,6	3,6
<i>Autres Union europ.</i>	2,2	4,1	2,6	3,1	3,1	2,9
<i>Autriche</i>	2,4	0,5	1,6	1,9	2,5	2,5
<i>Belgi.-Luxemb.</i>	2,0	0,7	1,5	2,5	2,6	2,6
<i>Danemark</i>	2,0	0,3	2,6	3,1	2,9	2,5
<i>Finlande</i>	2,3	0,3	3,3	4,9	3,5	3,0
<i>Grèce</i>	2,2	0,4	2,6	2,9	2,7	3,0
<i>Irlande</i>	4,1	0,2	7,7	7,7	7,1	5,8
<i>Pays-Bas</i>	2,2	0,9	3,3	3,3	3,2	3,0
<i>Portugal</i>	2,9	0,4	3,0	3,5	3,5	3,0
<i>Suède</i>	1,6	0,5	1,3	1,9	2,5	2,7
<i>Autres OCDE Europe</i>	3,1	1,9	4,7	3,9	3,4	3,4
<i>Islande</i>	3,1	0,0	5,8	4,5	3,5	4,0
<i>Norvège</i>	3,1	0,3	5,3	3,5	3,0	3,0
<i>Suisse</i>	1,5	0,5	-0,2	0,6	1,9	2,1
<i>Turquie</i>	4,2	1,1	7,0	5,5	4,1	4,0
<b>Pays du G7</b>	-	46,2	2,5	2,8	2,2	1,7
<b>G8-Rexecode</b>	-	46,9	2,6	2,8	2,2	1,8
<b>Monde hors G8 Rexecode</b>	-	53,1	5,2	5,0	3,0	4,0

## La croissance du PIB mondial

	73-96 % l'an%	1996 PIB monde	1996	1997	1998	1999
			volume % par an			
<b>Monde hors OCDE</b>	<b>4,6</b>	<b>42,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,2</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>
<b>Monde hors OCDE et ex-URSS</b>	<b>-</b>	<b>39,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,5</b>	<b>3,0</b>	<b>4,3</b>
<b>Europe hors OCDE</b>	<b>-</b>	<b>4,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>
<i>Europe centrale</i>	-	1,6	3,6	2,3	3,9	4,4
<i>Hongrie</i>	0,9	0,2	1,4	3,9	4,5	4,8
<i>Pologne</i>	-	0,6	6,0	6,9	5,5	5,0
<i>Rép. tchèque</i>	-	0,3	4,1	1,2	3,0	4,0
<i>Bulgarie</i>	-	0,1	-8,2	-8,0	3,5	5,0
<i>Roumanie</i>	-	0,3	4,1	-4,7	1,5	3,0
<i>Slovénie</i>	-	0,1	3,5	3,6	4,0	4,2
<i>Ex-URSS</i>	-	2,8	-3,8	0,6	1,7	2,8
<i>Russie</i>	0,9	1,8	-5,0	0,5	1,5	3,0
<i>Ukraine</i>	-0,3	0,3	-10,0	-3,5	0,5	1,5
<i>Autres</i>	-	0,8	2,0	2,5	2,7	3,0
<b>Afrique</b>	<b>-</b>	<b>3,7</b>	<b>5,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>
<b>Amérique latine</b>	<b>2,6</b>	<b>6,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>
<b>Am. latine y.c Mexique</b>	<b>2,7</b>	<b>8,8</b>	<b>3,4</b>	<b>5,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>
<i>Argentine</i>	1,3	1,0	4,3	7,8	3,5	4,0
<i>Bolivie</i>	1,4	0,1	5,3	4,6	4,0	4,0
<i>Brésil</i>	2,9	3,0	2,9	3,0	0,7	2,5
<i>Chili</i>	4,4	0,4	7,2	6,5	4,5	4,0
<i>Colombie</i>	3,9	0,7	2,1	3,0	3,2	3,2
<i>Equateur</i>	3,3	0,2	3,0	3,2	2,9	3,5
<i>Paraguay</i>	4,6	0,1	1,1	2,7	2,5	3,3
<i>Pérou</i>	1,2	0,3	2,6	7,4	4,0	5,0
<i>Uruguay</i>	2,1	0,1	4,7	4,7	3,0	4,0
<i>Vénézuéla</i>	1,9	0,5	-1,6	5,0	4,0	3,5
<i>Total des 10 pays</i>	2,6	6,3	2,9	4,4	2,3	3,2
<i>Autres</i>	-	0,4	2,2	3,0	2,5	3,0
<b>Moyen-Orient</b>	<b>-</b>	<b>2,9</b>	<b>5,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,7</b>
<b>Asie-Pacifique</b>	<b>7,0</b>	<b>25,1</b>	<b>7,9</b>	<b>6,6</b>	<b>3,3</b>	<b>4,8</b>
<i>Quatre Dragons</i>	8,0	3,4	6,4	5,9	1,9	3,5
<i>Corée</i>	8,3	1,7	7,1	5,5	-0,2	2,0
<i>Hong-Kong</i>	7,1	0,5	4,9	5,0	2,0	5,0
<i>Singapour</i>	7,6	0,2	7,0	6,3	3,0	5,0
<i>Taiwan</i>	8,1	1,0	5,7	4,0	5,0	5,0
<i>Autres</i>	6,9	21,7	8,2	6,7	3,5	5,0
<i>Chine</i>	9,3	10,5	9,7	8,8	6,0	7,0
<i>Bangladesh</i>	4,2	0,5	5,4	5,6	3,5	4,5
<i>Birmanie</i>	-	0,1	6,0	6,0	6,0	6,0
<i>Inde</i>	5,1	4,3	6,8	6,0	4,0	5,0
<i>Indonésie</i>	6,2	2,3	7,8	5,0	-4,0	-2,0
<i>Malaisie</i>	6,7	0,7	8,2	6,0	2,0	3,0
<i>Pakistan</i>	6,0	0,9	5,9	3,3	3,0	4,0
<i>Philippines</i>	2,5	0,6	5,7	4,0	-2,0	2,0
<i>Sri-Lanka</i>	4,7	0,2	3,8	5,8	4,5	5,0
<i>Thaïlande</i>	7,7	1,5	6,7	0,0	-2,0	2,0

## Commerce mondial

### Volume des importations de biens et services

	Variations annuelles en %			
	1996	1997	1998	1999
<b>MONDE</b>	<b>6,8</b>	<b>9,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>
<i>OCDE 94</i>	6,6	9,7	6,6	5,0
<i>Alena</i>	9,7	14,9	8,4	4,4
<i>Asie-Pacifique</i>	11,1	2,3	0,5	3,2
<i>Europe</i>	3,9	7,3	6,0	5,3
<i>Hors OCDE 94</i>	7,4	9,6	3,1	7,6
<b>dont</b> <i>Asie-Pacifique</i>	7,5	7,4	1,0	7,7
<i>Amérique latine</i> <i>(hors Mexique)</i>	6,1	25,2	7,0	9,1
<i>Europe de l'Est</i>	12,8	13,6	9,3	8,8

### Demande mondiale et exportations de biens et services

	Variations annuelles en volume en %							
	1996		1997		1998		1999	
	Demande mondiale	Exportations réalisées	Demande mondiale	Exportat. estimées	Demande mondiale	Exportat. projetées	Demande mondiale	Exportat. projetées
<i>Etats-Unis</i>	7,8	8,3	10,8	12,4	5,3	4,4	6,0	4,3
<i>Japon</i>	7,2	3,5	10,2	11,1	4,8	4,3	5,8	2,0
<i>Allemagne</i>	5,2	5,3	8,9	10,8	6,3	8,0	5,7	6,0
<b><i>France</i></b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>9,0</b>	<b>11,3</b>	<b>6,4</b>	<b>6,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>
<i>Roy.-Uni</i>	5,1	6,8	9,0	7,9	6,5	3,0	5,7	4,8
<i>Italie</i>	5,3	-0,3	8,4	7,4	6,3	6,8	5,6	5,1
<i>Espagne</i>	4,4	9,9	8,9	12,9	6,6	11,0	5,5	8,0
<i>Pays-Bas</i>	4,2	4,5	8,2	5,8	6,3	5,5	5,5	6,0

## Tableaux de convergence de l'Union européenne

### Inflation moyenne sur l'année\*

Indices harmonisés %

	1996	1997	1998p	1999p
Allemagne	1,2	1,5	1,2	1,6
Autriche	1,8	1,2	1,6	2,0
Belgique	1,8	1,5	1,5	2,0
Danemark	1,9	2,0	2,3	2,4
Espagne	3,6	1,9	2,1	2,0
Finlande	1,1	1,2	2,0	2,2
France	2,1	1,3	1,1	1,3
Grèce	7,9	5,4	4,6	4,0
Irlande	2,2	1,2	2,5	2,8
Italie	4,0	1,9	2,0	2,0
Luxembourg	1,2	1,4	1,4	1,5
Pays-Bas	1,4	1,9	1,7	1,7
Portugal	2,9	1,9	2,1	2,2
Royaume-Uni	2,5	1,9	2,5	2,4
Suède	0,8	1,9	2,0	2,0
Référence <sup>(1)</sup>	2,5	2,7	2,7	3,0

### Taux d'intérêt à long terme

%

	1996	1997	1998p	1999p
Allemagne	6,2	5,7	5,0	5,0
Autriche	5,3	4,8	5,0	5,0
Belgique	6,5	5,8	5,0	5,0
Danemark	7,2	6,3	5,7	5,9
Espagne	8,7	6,4	5,1	5,0
Finlande	7,1	6,0	5,0	5,0
France	6,3	5,6	5,0	5,0
Grèce	19,8	12,8	-	-
Irlande	7,5	6,5	5,0	5,0
Italie	9,2	6,7	5,1	5,0
Luxembourg	6,5	5,4	5,0	5,0
Pays-Bas	6,2	5,6	5,0	5,0
Portugal	8,6	6,4	5,1	5,0
Roy-Uni	7,8	7,0	6,0	6,0
Suède	8,0	6,6	5,7	5,9
Référence <sup>(2)</sup>	9,2	7,8	7,0	7,0

\* il peut y avoir une différence avec l'indice national

### Déficit des Administrations Publiques\*

en % du PIB

	1996	1997	1998p	1999p
Allemagne	3,4	2,7	2,6	2,5
Autriche	3,8	2,5	2,6	2,4
Belgique	3,2	2,1	2,3	2,2
Danemark	0,8	-0,7	-1,9	-2,4
Espagne	4,7	2,6	2,4	2,2
Finlande	3,1	0,9	0,2	-0,5
France	4,2	3,0	2,7	2,4
Grèce	7,6	4,0	3,0	2,7
Irlande	0,4	-0,9	-1,2	-2,1
Italie	6,8	2,7	2,8	2,4
Luxembourg	-2,6	-1,7	-1,1	-0,5
Pays-Bas	2,3	1,4	1,9	1,5
Portugal	3,2	2,5	2,4	2,2
Royaume-Uni	4,9	1,9	1,0	0,5
Suède	3,7	0,4	0,2	-0,2
Référence <sup>(3)</sup>	3	3	3	3

### Dettes publiques

en % du PIB

	1996	1997	1998p	1999p
Allemagne	60,4	61,3	61,4	60,0
Autriche	69,5	66,1	65,6	64,8
Belgique	126,9	122,2	121,3	117,7
Danemark	71,6	64,1	62,2	57,0
Espagne	70,1	68,1	66,2	64,4
Finlande	58,0	55,8	57,3	55,8
France	55,7	57,4	58,3	58,7
Grèce	112,6	108,7	106,4	104,2
Irlande	72,7	66,3	59,2	52,3
Italie	123,8	121,6	119,6	116,4
Luxembourg	6,6	6,7	6,9	7,6
Pays-Bas	77,2	72,1	71,5	69,4
Portugal	65,6	62,0	60,8	59,5
Roy-Uni	54,4	53,4	51,5	49,8
Suède	77,8	76,6	75,3	71,2
Référence <sup>(4)</sup>	60	60	60	60

\* un signe - indique un excédent

(1) : moyenne des trois taux les plus faibles + 1,5%

(2) : moyenne des taux des trois pays ayant eu les meilleures performances en termes d'inflation + 2%

(3) : dans le Traité sur l'UEM figure 3% et non 3,0%

(4) : la barre de 60% du PIB n'est pas un critère absolu selon les termes du Traité sur l'UEM

Sources: Inflation: Eurostat.

Taux d'intérêt: Rexecode, OCDE.

Déficit: Banques centrales nationales, Commission européenne.

Dettes publiques: Banques centrales nationales, Commission européenne.

## La politique monétaire

### Chronologie des principales décisions des banques centrales en matière de taux réglementaires depuis deux ans

---

1 fév. 1996	Banque de France	Baisse de 15 centimes du taux d'appel d'offres à 4,05%.
8 fév. 1996	Banque de France	Baisse de 15 centimes du taux d'appel d'offres à 3,90%.
7 mars 1996	Banque de France	Baisse de 10 centimes du taux d'appel d'offres à 3,8% et du taux des pensions à 5,5%
8 mars 1996	Banque d'Angleterre	Baisse de 25 centimes du taux de base à 6%.
13 mars 1996	Banque d'Espagne	Baisse de 50 centimes du taux d'appel d'offres à 8,25%.
3 avril 1996	Banque d'Espagne	Baisse de 50 centimes du taux d'appel d'offres à 7,75%.
11 avril 1996	Banque de France	Baisse de 10 centimes du taux d'appel d'offres à 3,70%.
18 avril 1996	Bundesbank	Baisse de 50 centimes du taux d'escompte à 2,5% et du taux lombard à 4,5%.
25 avril 1996	Banque de France	Baisse de 60 centimes du taux des pensions à 4,9%.
7 mai 1996	Banque d'Espagne	Baisse de 25 centimes du taux d'appel d'offres à 7,50%.
4 juin 1996	Banque d'Espagne	Baisse de 25 centimes du taux d'appel d'offres à 7,25%.
6 juin 1996	Banque de France Banque d'Angleterre	Baisse de 10 centimes du taux d'appel d'offres à 3,6%. Baisse de 25 centimes du taux de base à 5,75%.
4 juill. 1996	Banque de France	Baisse de 5 centimes du taux d'appel d'offres à 3,55%.
24 juill. 1996	Banque d'Italie	Baisse de 75 centimes du taux d'escompte à 8,25%
1 août 1996	Banque de France	Baisse de 15 centimes du taux des pensions à 4,75%.
22 août 1996	Bundesbank Banque de France	Baisse de 30 centimes du taux des pensions à 3%. Baisse de 20 centimes du taux d'appel d'offres à 3,35%.
19 sept. 1996	Banque de France	Baisse de 10 centimes du taux d'appel d'offres à 3,25%.
3 oct. 1996	Banque d'Espagne	Baisse de 50 centimes du taux d'appel d'offres à 6,75%.
24 oct. 1996	Banque d'Italie	Baisse 75 centimes du taux d'escompte à 7,5% et du taux lombard à 9%.
30 oct. 1996	Banque d'Angleterre	Hausse de 25 centimes du taux de base à 6%.
31 oct. 1996	Banque de France	Baisse de 5 centimes du taux d'appel d'offres à 3,20%.
13 déc. 1996	Banque d'Espagne	Baisse de 50 centimes du taux d'appel d'offres à 6,25%.
17 déc. 1996	Banque de France	Baisse de 5 centimes du taux d'appel d'offres à 3,15% et de 15 centimes du taux des pensions à 4,6%
9 janv. 1997	Banque d'Italie	Baisse de 75 centimes du taux d'escompte à 6,75% et du taux lombard à 8,25%.
16 janv. 1997	Banque d'Espagne	Baisse de 25 centimes du taux d'appel d'offres à 6%.
31 janv. 1997	Banque de France	Baisse de 5 centimes du taux d'appel d'offres à 3,10%.
14 mars 1997	Banque d'Espagne	Baisse de 25 centimes du taux d'appel d'offres à 5,75%.
25 mars 1997	Réserve Fédérale	Hausse de 25 centimes du taux objectif des fonds fédéraux à 5,5% (le taux d'escompte est inchangé à 5%).
15 avril 1997	Banque d'Espagne	Baisse de 25 centimes du taux d'appel d'offres à 5,5%.
6 mai 1997	Banque d'Angleterre	Hausse de 25 centimes du taux de base à 6,25%.
19 mai 1997	Banque d'Espagne	Baisse de 25 centimes du taux d'appel d'offres à 5,25%.
6 juin 1997	Banque d'Angleterre	Hausse de 25 centimes du taux de base à 6,5%.
27 juin 1997	Banque d'Italie	Baisse de 50 centimes du taux d'escompte à 6,25% et du taux lombard à 7,75%.
10 juill. 1997	Banque d'Angleterre	Hausse de 25 centimes du taux de base à 6,75%.
7 août 1997	Banque d'Angleterre	Hausse de 25 centimes du taux de base à 7%.
3 oct. 1997	Banque d'Espagne	Baisse de 25 centimes du taux d'appel d'offres à 5,0%.
9 oct. 1997	Bundesbank Banque de France	Hausse de 30 centimes du taux des pensions à 3,30%. Hausse de 20 centimes du taux d'appel d'offres à 3,30%.
6 nov. 1997	Banque d'Angleterre	Hausse de 25 centimes du taux de base à 7,25%.
17 déc. 1997	Banque d'Espagne	Baisse de 25 centimes du taux d'appel d'offres à 4,75%.
23 déc 1997	Banque d'Italie	Baisse de 75 centimes du taux d'escompte à 5,5% et du taux lombard à 7,0%.

---

## Calendrier des échéances électorales 1998 - 2001

Pays	Date	Type
Ukraine	29 mars 1998	Législatives
Autriche	19 avril 1998	Présidentielles
Pays-bas	06 mai 1998	Législatives
Hongrie	10 mai 1998	Législatives
Paraguay	10 mai 1998	Présidentielles
Philippines	11 mai 1998	Présidentielles &
Législatives		
Equateur	31 mai 1998	Présidentielles
République Tchèque	19 juin 1998	Législatives
Japon	Juillet 1998	Chambre Haute (par
moitié)		
Cambodge	26 juillet 1998	Législatives
Suède	20 septembre 1998	Législatives
Allemagne	27 septembre 1998	Législatives
République Slovaque	25-26 septembre 1998	Législatives
Brésil	Octobre 1998	Présidentielles &
Législatives		
Lettonie	Octobre 1998	Législatives
Etats-unis	Novembre 1998	Législatives
Vénézuéla	Décembre 1998	Présidentielles
<b>1999</b>		
Finlande	Mars 1999	Législatives
Australie	Mars 1999	Législatives
Islande	Avril 1999	Législatives
Argentine	Mai 1999	Présidentielles
Belgique	Juin 1999	Législatives
Pays de l'union européenne	Juin 1999	Parlement européen
Luxembourg	Juin 1999	Législatives
Portugal	Octobre 1999	Législatives
Suisse	Octobre 1999	Législatives
Nouvelle Zélande	Octobre 1999	Législatives
Chili	Décembre 1999	Présidentielles
Autriche	Décembre 1999	Législatives
Russie	Décembre 1999	Législatives
<b>2000</b>		
Finlande	Février 2000	Présidentielles
Espagne	Mars 2000	Législatives
Malaisie	Avril 2000	Législatives
Pérou	Avril 2000	Présidentielles &
Législatives		
Israël	Mai 2000	Législatives
Russie	Juin-juillet 2000	Présidentielles
Mexique	Juillet-août 2000	Présidentielles &
Législatives		
Grèce	Septembre 2000	Législatives
Japon	Octobre 2000	Législatives
Roumanie	Novembre 2000	Présidentielles &
Législatives		
Etats-unis	Novembre 2000	Présidentielles
Pologne	Novembre 2000	Présidentielles
Thaïlande	Novembre 2000	Législatives
Turquie	Décembre 2000	Législatives
<b>2001</b>		
Portugal	Janvier 2001	Présidentielles
Bulgarie	Avril 2001	Législatives
Italie	Avril 2001	Législatives
Japon	Juillet 2001	Chambre Haute (par moitié)
Norvège	Septembre 2001	Législatives