

UN MONDE SI FRAGILE...

*Perspectives 2001-2002 pour l'économie mondiale**

Les attentats du 11 septembre 2001 ont brutalement fait prendre conscience à l'Occident à quel point son îlot de liberté et de prospérité était fragile. Ils ont frappé une économie mondiale déjà plongée dans l'incertitude par la fin de la bulle financière et technologique des années 1996-2000. Cette prévision est soumise à une triple incertitude. La première est politique. Nous avons supposé que la riposte américaine serait parfaitement ciblée, autorisant une détente rapide de la tension et des incertitudes politiques. La deuxième concerne les effets du choc sur l'évolution conjoncturelle. Les États-Unis ont subi une baisse directe de leur activité, évaluée à 0,3 % du PIB du troisième trimestre. Une nouvelle fois, les marchés financiers ont surréagi aux événements. Les dépenses des ménages et des entreprises pourraient être affectées, tant par la chute de la Bourse que par la hausse de l'incertitude. Le risque existe que s'enclenche un processus récessif auto-validant. En sens inverse, la Fed a baissé son taux de 1 point et la BCE de 0,5 point. Aux États-Unis, la politique budgétaire est devenue nettement expansionniste ; les secteurs en difficulté seront soutenus. Nous avons supposé que les comportements des agents privés ne seraient pas foncièrement modifiés par la nouvelle donne créée par les attentats. La troisième incertitude porte sur les caractéristiques du nouveau sentier de croissance. Autant en 2000 l'économie mondiale avait été entraînée par la bulle de la « nouvelle économie », des TIC et des valeurs boursières, autant en 2001, elle est frappée par son éclatement. Le ralentissement américain s'est étendu à l'échelle mondiale, non pas tant par des effets commerciaux directs que par la simultanéité des révisions des anticipations des entrepreneurs. L'économie globalisée moderne sera

fortement instable puisque les cycles sont synchronisés et que les marchés financiers sont des facteurs de résonance des chocs.

Dans notre scénario, l'économie mondiale ne connaîtrait qu'une crise de croissance ; très vite, les facteurs favorables (« nouvelle économie », fin de l'euro-sclérose, dynamisme des zones émergentes) reprendraient le dessus. La croissance potentielle resterait de 3,5 % aux États-Unis. La baisse du chômage reprendrait à la mi-2002 dans la zone euro.

Les attentats amènent à reporter d'environ six mois la reprise qui se dessinait début septembre. En 2001, la croissance mondiale ralentirait nettement à 2 % et remonterait à 2,5 % en 2002 (tableau 2). Notre scénario comporte une longue période de passage à vide du secteur innovateur, qui jouerait fortement aux États-Unis, en Europe et dans l'Asie en développement rapide. Ce choc plongerait le Japon encore plus dans la récession. Puis progressivement joueraient des effets favorables : la désinflation fournirait du pouvoir d'achat aux ménages ; l'économie américaine bénéficierait d'une politique budgétaire expansionniste ; les taux d'intérêt particulièrement faibles et le retour des innovations permettraient une reprise de l'investissement. La croissance au second semestre 2002 atteindrait 3 % l'an dans la zone euro et aux États-Unis.

Après une très forte croissance en 2000, le **commerce mondial** de marchandises s'est nettement replié au cours de l'année 2001 ; il retrouverait une croissance en glissement de 6,6 % fin 2002.

Malgré le ralentissement économique, les prix du **pétrole** sont restés relativement élevés. Jusqu'aux attentats, l'OPEP avait été capable de contrôler le marché et de maintenir le prix dans sa fourchette de 22-28 dollars le baril. Depuis, la réduction de la consommation du transport aérien et les craintes de récession l'ont emporté sur les risques de fortes tensions avec les pays arabes. Notre prévision de croissance mondiale étant plus haute que l'anticipation actuelle des marchés, nous avons retenu un prix de 24 dollars en moyenne pour le quatrième trimestre 2001, puis de 26 dollars en 2002.

* Cette étude a été rédigée au sein de la Division économie internationale du Département analyse et prévision de l'OFCE, par une équipe dirigée par Henri Sterdyniak et comprenant Hélène Baudchon, Odile Chagny, Thierry Latreille, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart et Paola Veroni. Elle a bénéficié de la participation de Philippe Sigogne. La prévision intègre les informations disponibles au 3 octobre 2001.

TABLEAU I : PRINCIPALES HYPOTHÈSES ET RÉSUMÉ DES PRÉVISIONS

	Trimestres ou semestres												Années			
	2000				2001				2002				2000	2001	2002	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<i>Prix du pétrole en \$¹</i>	26,8	26,6	30,6	29,6	25,9	27,1	25,3	24,0	25,0	25,0	26,0	26,0	28,4	25,6	25,5	
<i>Matières premières industrielles en \$²</i>	5,1	-2,3	0,5	-1,6	0,2	-4,7	-5,8	-5,0	-3,0	0,0	3,0	3,0	7,5	-8,7	-8,6	
<i>Taux de change¹</i>																
1 euro = ...\$	0,99	0,93	0,91	0,87	0,92	0,87	0,89	0,94	0,96	0,98	0,98	0,98	0,92	0,91	0,98	
1 \$ = ...yen	107	107	108	110	118	123	122	120	122	125	125	125	108	121	124	
1 £ = ... euro	1,63	1,64	1,63	1,66	1,58	1,63	1,62	1,55	1,53	1,50	1,50	1,50	1,64	1,59	1,51	
<i>Taux d'intérêt courts¹</i>																
États-Unis	6,0	6,6	6,6	6,6	5,3	4,1	3,4	2,5	2,5	3,0	3,5	4,0	6,5	3,8	3,3	
Japon	0,1	0,1	0,3	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	
Zone euro	3,5	4,3	4,7	5,0	4,7	4,6	4,4	3,5	3,5	3,5	4,0	4,0	4,4	4,3	3,8	
Royaume-Uni	6,1	6,2	6,1	6,0	5,6	5,2	5,0	4,5	4,5	4,5	4,8	4,8	6,1	5,1	4,6	
<i>Taux d'intérêt longs¹</i>																
États-Unis	6,5	6,2	5,9	5,6	5,1	5,3	5,0	4,5	4,7	4,8	5,0	5,0	6,0	5,0	4,9	
Japon	1,7	1,7	1,8	1,7	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,8	1,3	1,3	
Zone euro	5,6	5,4	5,4	5,3	5,0	5,2	5,1	4,8	4,9	5,0	5,0	5,0	5,4	5,0	5,0	
Royaume-Uni	5,6	5,3	5,3	5,1	4,8	5,1	5,0	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	5,3	4,9	4,8	
<i>Prix consommation²</i>																
États-Unis	1,0	0,7	0,9	0,7	1,0	0,8	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	3,4	3,0	2,2	
Japon	-0,7	0,3	-0,3	0,2	-0,3	-0,1	-0,5	0,2	-0,5	0,1	-0,3	0,0	-0,6	-0,5	-0,7	
Zone euro	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	1,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	2,3	2,8	1,8	
Royaume-Uni	-0,4	0,8	0,0	0,6	-0,5	1,5	0,0	0,5	-0,4	1,1	0,0	0,6	0,8	1,3	1,3	
<i>PIB en volume, cvs²</i>																
États-Unis	0,6	1,4	0,3	0,5	0,3	0,0	-0,3	0,0	0,5	0,5	0,6	0,8	4,1	1,1	1,2	
Japon	2,4	0,1	-0,7	0,6	0,1	-0,8	-0,7	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,6	1,5	-0,7	0,1	
Zone euro	1,0	0,8	0,5	0,6	0,5	0,1	0,2	0,3	0,4	0,6	0,8	0,8	3,4	1,6	1,9	
Allemagne	1,0	1,2	0,1	0,2	0,4	0,0	0,0	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	3,2	0,9	1,6	
Italie	0,9	0,5	0,4	0,8	0,8	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,7	0,7	2,9	1,8	1,6	
Royaume-Uni	0,4	0,8	0,7	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,7	2,9	2,1	1,9	
<i>Importations de marchandises en volume, cvs²</i>																
Monde	3,6	3,9	2,7	1,0	-0,9	-1,1	-0,6	0,3	1,0	1,5	2,0	2,1	13,5	1,1	3,3	
Pays industrialisés	2,3	3,7	2,2	1,5	-1,5	-1,1	-0,7	0,1	0,9	1,3	1,8	2,0	11,4	0,4	2,8	
PED	6,7	4,4	3,9	-0,2	0,4	-0,9	-0,5	0,7	1,1	1,8	2,2	2,3	18,2	2,5	4,3	
<i>Balances courantes en milliards de \$, cvs</i>																
États-Unis	-213		-232		-218		-190		-196		-208		-444	-409	-405	
Japon	62		54		42		45		50		49		116	87	99	
Allemagne	-6		-13		-7		-12		-11		-13		-19	-19	-24	

1. Moyenne sur la période.

2. Période / période précédente, en %.

Sources : Pétrole (*Brent*) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Taux courts à 3 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôts au Japon, EURIBOR pour la zone euro, interbancaire au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévisions : OFCE.

Depuis fin août, le **taux de change** euro/dollar oscille autour de 0,92. Alors que le différentiel de croissance entre les États-Unis et la zone euro s'est inversé, que les taux longs sont égaux, et que persiste un déficit courant américain élevé, le dollar s'est maintenu à un fort niveau grâce à l'entrée de capitaux à long terme attirés par la capacité d'innovation et la rentabilité des entreprises américaines, alors que la zone euro, perçue comme une zone de faible croissance, souffre d'une fuite structurelle de capitaux. Les attentats n'ont guère eu d'influence sur le taux de change euro/dollar, les marchés ayant considéré que si les États-Unis étaient plus frappés, ils avaient aussi plus la capacité et la volonté de soutenir la croissance. Le début de l'année 2002 est marqué par la matérialisation de l'euro, qui devrait s'accompagner de retours de capitaux vers l'euro. Aussi, notre prévision retient une légère appréciation de l'euro jusqu'à 0,98 dollar fin 2002 (tableau 1). La médiocrité des perspectives économiques japonaises pousserait encore le yen à la baisse, jusqu'à 1 dollar pour 125 yen. La livre ne se déprécierait que faiblement, jusqu'à 1,50 euro fin 2002, les autorités britanniques semblant se résigner à s'arrimer à l'euro à un taux peu compatible avec leur compétitivité industrielle.

A partir de janvier 2001, la Fed a fortement réagi à la baisse de l'activité en baissant son **taux** court de 6,5 % à 3,5 %. Après les attentats, la Fed a, de nouveau, baissé son taux à 3 %, puis le 2 octobre à 2,5 %, niveau jamais vu depuis 1962. La Fed fait tout pour éviter un krach boursier ou une récession. Le taux remonterait au deuxième trimestre 2002 à 3 % pour se situer à 4 % fin 2002. La prise de conscience durant l'été de la fragilité de la reprise américaine a fait baisser les taux à 10 ans à 4,9 %, puis à 4,5 % après les attentats. Leur baisse a été ralentie par les anticipations de gonflement du déficit public et les craintes d'une moindre vigilance de la Fed vis-à-vis de l'inflation. A l'horizon de la prévision, les taux longs remonteraient progressivement à 5 %. Depuis le 19 mars 2001, la Banque du Japon est revenue à une politique implicite de taux zéro. La BCE a longtemps refusé de réagir à la baisse du rythme de croissance de l'activité, arguant que l'inflation était au-dessus du niveau de référence. Après les attentats, elle a participé au soutien de l'activité en baissant enfin son taux d'intérêt de 0,5 point à 3,75 %. Dans notre prévision, la BCE suit encore la Fed et baisse son taux de 0,25 point au quatrième trimestre 2001, puis le remonterait à partir de la mi-2002 quand l'activité repartirait.

La chute des **cours de Bourse** depuis la mi-2000 a marqué la fin de la bulle de la « nouvelle économie ». Aucun signe de reprise durable ne s'est manifesté depuis, témoignant du manque de confiance des milieux financiers quant aux perspectives de reprise. Les attentats ont accentué la chute. Par rapport à la moyenne d'août, la perte est d'environ 10 % aux États-Unis, au Japon et en Grande-Bretagne, de 15 % dans la zone euro. La baisse est moins forte aux États-Unis en raison de la vigueur de la réaction de la politique économique et du comportement habituel de rapatriement des capitaux par les investisseurs américains en cas de krach, renforcé par un effet « patriotique ».

Après deux années d'une croissance soutenue, l'**Amérique latine** connaît une nouvelle fois un retournement brutal. Nous avons fait l'hypothèse que les ajustements des fondamentaux (contrôle des finances publiques et de l'inflation) depuis la crise de 1998 seront pris en compte par les marchés et que la situation argentine se stabilisera. Si les marchés ne

cèdent pas à la panique, l'Amérique latine pourrait croître de 0,4 % en 2001 et de 1,9 % en 2002. Au premier semestre 2001, l'**Asie** en développement a accusé un très net fléchissement de son activité. Néanmoins, à la différence de 1997, la récession actuelle ne semble pas se doubler de nouvelles tensions financières. La croissance en Asie repartirait avec celle des principaux pays industrialisés et du cycle de l'électronique, soit dans le courant du premier semestre 2002. La croissance de la région hors Chine avoisinerait 2,3 % en 2001 et 3,5 % en 2002. La Chine croîtrait encore à 8 % l'an prochain. Durant les huit premiers mois de l'année 2001, la **Russie** a continué son rattrapage. La croissance ralentirait quelque peu pour s'établir à 4,5 % en 2001 puis 4 % en 2002. Les **PECO** à l'exception de la Pologne, ont réussi à maintenir une croissance vigoureuse et inflationniste, financée par des investissements directs étrangers.

TABLEAU 2 : PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE

	Taux de croissance annuels, en %			
	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2000	2001	2002
Allemagne	5,1	3,2	0,9	1,6
France	3,5	3,4	2,0	2,2
Italie	3,4	2,9	1,8	1,6
Espagne	1,8	4,3	2,7	2,4
Pays-Bas	1,0	3,9	1,3	1,8
Belgique	0,7	3,9	1,6	1,8
Autriche	0,5	3,4	1,5	1,8
Finlande	0,4	5,7	0,5	2,0
Portugal	0,4	3,3	1,4	2,2
Grèce	0,3	4,1	3,6	4,0
Irlande	0,2	11,5	5,2	5,0
Zone euro	17,3	3,4	1,6	1,9
Royaume-Uni	3,4	2,9	2,1	1,9
Suède	0,5	3,5	1,6	2,1
Danemark	0,4	3,2	1,2	2,1
Union européenne	21,6	3,4	1,7	1,9
Suisse	0,5	3,4	1,8	2,0
Norvège	0,3	1,8	1,2	2,0
Europe	22,4	3,4	1,7	1,9
États-Unis	22,0	4,1	1,1	1,2
Japon	8,9	1,5	-0,7	0,1
Canada	2,0	4,7	1,6	1,8
Pays industriels	55,3	3,4	1,1	1,4
Chine	10,1	8,0	7,6	8,0
Autres pays d'Asie	13,6	6,8	2,3	3,5
Amérique latine	8,7	4,4	0,4	1,9
Russie	2,9	8,3	4,5	4,0
PECO	2,5	3,9	3,1	3,2
Afrique	3,3	2,8	3,4	3,6
Moyen-Orient ²	3,6	6,0	2,6	3,0
Monde	100,0	4,4	2,0	2,5

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 1996.

2. Y compris Turquie.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE.

Les attentats sont venus déstabiliser une **économie américaine** déjà fragilisée par un net infléchissement de sa croissance depuis la mi-2000. Le rythme de croissance trimestriel du PIB était depuis un an inférieur à 0,5 %, situation inhabituelle en dehors des phases de récession. La situation

début septembre présentait un certain nombre de faiblesses (baisse de la production, capacités en TIC encore excédentaires, baisse de l'emploi, chute de la confiance des ménages, nette détérioration des profits des entreprises et de leur accès au crédit, doute sur la rentabilité des investissements en TIC) mais aussi quelques points forts (maintien du pouvoir d'achat des ménages et de leur accès au crédit, taux d'intérêt bas, perspectives de production orientées à la hausse, ralentissement du déstockage). Selon notre prévision, le retournement est retardé de deux trimestres du fait des attentats. L'impact serait important à court terme du fait d'un accroissement brutal des facteurs d'incertitude. Mais les comportements se normaliseraient dans le courant du quatrième trimestre 2001, grâce à un *policy mix* très expansionniste et à la combativité des Américains. La consommation s'infléchirait nettement sous le coup de la hausse du taux de chômage et de la baisse de la Bourse. L'investissement productif, après un nouvel ajustement à la baisse du fait de l'augmentation de l'incertitude et de profits très déprimés, progresserait de nouveau à partir du deuxième semestre 2002. Stimulé par un besoin important de renouvellement des équipements, par la fin de l'attentisme et par une profitabilité en hausse, un nouveau cycle d'investissements en TIC s'enclencherait. Les dépenses publiques maintiendraient un rythme de croissance élevé, dopées par les 130 milliards de dollars débloqués par le Congrès, et feraient baisser l'excédent budgétaire à 0,1 % du PIB. Fin 2002, la croissance du PIB retrouverait un rythme annuel de 3 %, mais, en moyenne annuelle, elle ne dépasserait que de peu 1 % en 2001 et 2002.

L'**activité japonaise**, qui stagnait depuis le premier trimestre 2000, a rechuté au printemps 2001. La récession s'est installée et confine à la déflation. Contrairement aux années précédentes, les dépenses des administrations ne sont plus là pour compenser les défaillances de la demande privée. La consommation des ménages pâtit de cet environnement déflationniste. L'investissement continuerait à reculer en raison du recul généralisé des débouchés, la reprise n'intervenant pas avant la deuxième moitié de 2002, stimulée alors par des besoins de modernisation et de renouvellement. Seule la hausse de la consommation publique en 2002 s'opposerait modestement aux forces déflationnistes à l'œuvre. La récession se limiterait alors à 2001, mais le PIB ne connaîtrait au mieux qu'une stabilisation l'an prochain.

A la mi-2001, le ralentissement de l'**économie britannique** n'est guère préoccupant, le taux de chômage étant à son plus bas niveau depuis août 1975. La croissance est tirée par une demande intérieure soutenue, en premier lieu, par la consommation des ménages. Le livre sterling, qui reste à un niveau élevé depuis quatre ans, fragilise le secteur industriel. La consommation s'infléchirait nettement à partir du quatrième trimestre, sous l'effet du ralentissement des créations d'emplois et d'un effet richesse négatif. Les dépenses publiques décidées dans le budget 2001 soutiendraient l'activité, mais la contribution du commerce extérieur resterait négative. La croissance serait voisine de 2 % en 2001 et 2002.

L'**Europe** n'a pas pris le relais des États-Unis comme locomotive économique mondiale. Depuis la mi-2000, la zone euro a subi le ralentissement de sa consommation induite par les poussées de prix, puis l'éclatement de la bulle des TIC qui a pesé sur l'investissement, enfin la dégradation de ses

débouchés extérieurs. L'inflation a atteint un pic en mai 2001 en raison de la flambée des prix de l'énergie et des biens alimentaires. Malgré la baisse du taux de chômage qui a atteint son plus bas niveau depuis plus de dix ans, la modération salariale est restée de mise ; le revenu des ménages a peu progressé. Les politiques fiscales expansionnistes n'ont compensé qu'en partie cet effet. Une reprise semblait néanmoins se dessiner pour la fin de l'année 2001, comme l'indiquait l'indicateur avancé de l'OFCE (qui prévoyait une croissance de 0,5 % au quatrième trimestre, après 0,1 % au deuxième et au troisième). Les attentats sont venus obscurcir ces perspectives, décalant le raffermissement modeste de l'activité au second semestre de 2002. L'atténuation des pressions inflationnistes prendrait le relais des mesures fiscales pour soutenir la consommation des ménages. L'investissement productif ne reprendrait pas avant le second semestre de 2002, compte tenu d'un environnement dégradé et de la plus forte incertitude des débouchés. Cette reprise ne serait pas contrariée par les situations financières des entreprises, leur profitabilité étant revenue à un niveau satisfaisant. L'impulsion budgétaire serait positive de 0,4 point du PIB en 2001 ; elle serait négative de 0,3 point en 2002, en raison de politiques restrictives en Allemagne et en Italie. Les objectifs figurant dans les programmes de stabilité établis fin 2000 ne pourront être atteints : le déficit public serait de 1,5 % du PIB en 2001 et 2002, au lieu de 0,6 et 0,4. Après 3,4 % en 2000, la croissance du PIB reviendrait à 1,6 % en 2001, puis monterait à 1,9 % en 2002.

En dépit d'une bonne croissance en 2000, l'**Allemagne** est le pays de la zone euro qui a le plus souffert du retournement engagé à la mi-2000. Certes, la consommation a progressé, grâce aux réductions d'impôts, mais les débouchés extérieurs se sont fortement dégradés. Le recul des stocks et de l'investissement a été amplifié par le surplomb de 2000, stockage involontaire d'un côté, achats anticipés par les incitations fiscales de l'autre. Notre prévision table sur une faible reprise au quatrième trimestre, du fait de la consommation des ménages, dans un climat d'attentisme de la part des entreprises. La croissance des débouchés extérieurs serait encore très peu dynamique. L'année 2001 se solderait par une croissance très faible (0,9 %). La faiblesse relative de la demande intérieure allemande par rapport à ses partenaires européens permettrait à l'Allemagne de tirer parti des échanges extérieurs, ce qui contribuerait à une reprise assez franche de l'investissement au tournant 2002. La croissance resterait cependant encore très modérée en 2002 (1,6 %).

Le ralentissement international s'est transmis à l'**Italie** avec retard et moins d'intensité qu'à ses partenaires européens. La baisse des exportations et de l'investissement ne s'est pleinement manifestée qu'au deuxième trimestre 2001. La consommation des ménages a fléchi au premier trimestre : il en est résulté une accumulation involontaire de stocks. La consommation, tirée par la décélération de l'inflation et par la hausse de la masse salariale, resterait bridée par une politique budgétaire restrictive en 2002. L'investissement profiterait des mesures fiscales d'incitation introduites par la nouvelle majorité. La croissance du PIB serait de 1,8 % en 2001 puis de 1,6 % en 2002. Après quatre années de forte croissance proche de 4 %, l'**Espagne** connaîtrait en 2001-2002 deux années de croissance modérée, aux alentours de 2,5 % : elle resterait toutefois parmi les pays les plus dynamiques de la zone ■

RETOUR SUR INVESTISSEMENT

Perspectives 2001-2002 pour l'économie française*

La croissance de l'économie française s'établirait à 2,0 % en 2001 et à 2,2 % en 2002, en moyenne annuelle. La croissance ralentirait nettement et s'établirait bien en dessous des performances observées depuis 1997. Le ralentissement mondial, les conséquences des attentats dramatiques du 11 septembre 2001 aux États-Unis expliquent une part de ce ralentissement. Une autre cause réside dans le repli de l'investissement en France et en Europe. Le continent européen est touché par un choc de même nature mais bien inférieur à celui qui affecte les États-Unis depuis une année : le dégonflement de la « bulle Internet ». Ce ralentissement de l'investissement a été mal anticipé. La croissance a donc été revue à la baisse.

Des prévisions revues à la baisse

Pour l'année 2001, cette révision est très importante (1,8 point) depuis la première estimation, réalisée il y a une année. Les révisions successives ont concerné un environnement international moins porteur — maintien d'un prix du pétrole élevé et ralentissement américain. Ainsi, la contribution extérieure est passée, après notre première estimation de 0,5, à -0,2 pour l'estimation de mars 2001 et à -0,3 hors opérations exceptionnelles pour l'estimation de septembre 2001. A partir de cette date, le processus de correction sur l'investissement a été intégré dans le scénario, conduisant à une révision de la contribution de l'investissement des entreprises de 0,8 ou 0,9 à 0,5 en septembre 2001. La contribution de la dépense des ménages a été réduite en conséquence (moindre revenu pour les ménages), mais sans modification notable de leur taux d'épargne.

Pour l'année 2002, la composante revue à la baisse est l'investissement des entreprises. La dépense des ménages s'ajuste en fonction de la moindre activité.

Une croissance forte depuis 1997...

De 1997 au début de l'année 2001, la croissance moyenne en France a été supérieure à 3 %, mettant fin aux années de « croissance molle » de la décennie 1990. Le cycle de croissance a été nourri principalement par une accélération de l'investissement des entreprises dans un contexte de politique monétaire et budgétaire neutre. La consommation a été une courroie de transmission de l'embellie économique. Les créations d'emplois ont contribué à la croissance de la masse salariale reçue par les ménages. Ce revenu

supplémentaire a été consommé en partie, alimentant ainsi la dynamique de croissance. Le taux d'épargne des ménages est resté stable ou en légère augmentation depuis 1997 et il est supérieur aux niveaux habituels des deux dernières décennies. La baisse importante du chômage, le retour de la confiance des ménages, les effets richesse générés par les gains boursiers et immobiliers n'ont pas permis la réduction attendue du taux d'épargne en France. Si la consommation des ménages a accompagné le mouvement de croissance, elle n'en a pas été un moteur ; le comportement macroéconomique des ménages est inspiré par la prudence.

Depuis 1997, le profil trimestriel de la croissance a été marqué, contrairement à ce que suggère la régularité des chiffres annuels. Les crises asiatique et russe ont creusé le rythme de la croissance à la fin de l'année 1998 et au début de 1999. Le « trou d'air » a touché l'industrie, plus exposée au commerce mondial, et le choc est apparu finalement modéré dans son amplitude (0,5 point de croissance en moyenne annuelle) et en durée (la croissance a été inférieure à 3,0 % en glissement annuel pendant trois trimestres). La montée des prix du pétrole au cours de l'année 2000 a constitué un nouvel épisode venant troubler la croissance française, coûtant à nouveau 0,5 point de croissance en moyenne annuelle en 2000.

Jusqu'en 2000, une croissance alimentée par le rattrapage de l'investissement et la modernisation de l'appareil productif paraissait solidement établie. Les créations d'emplois transmettaient la bonne fortune des entreprises vers les ménages et la consommation suivait le mouvement sans que le taux d'épargne ne baisse.

L'économie française apparaissait enfin capable d'exploiter au mieux les ressources disponibles et on espérait la fin du chômage de masse. Des événements extérieurs viennent ralentir la croissance mais ne parviennent pas à briser le cercle vertueux. Ces accrocs empêchent la croissance de buter sur ses limites intrinsèques (goulets d'étranglements, chômage non inflationniste, capacités de production).

...dopée en 2000 puis freinée en 2001 par un cycle d'investissement...

La fin de l'année 2000 a été marquée par un nouveau choc : l'éclatement de la bulle technologique aux États-Unis. Rappelons les enchaînements de cet éclatement : l'euphorie gagne les investisseurs, la technologie multiplie les promesses et les gains de productivité enrichissent l'économie. Dans l'euphorie, certains s'engagent dans des projets ambitieux au point d'être hasardeux. Les dépendances entre les sociétés accentuent les illusions, et lorsque le B to C ne tient pas ses promesses, on encense le B to B comme porteur d'avenir parce qu'*in fine* c'est le moyen de produire les gains de productivité justifiant les investissements consentis. La certitude qu'Internet est le nouvel Eldorado déclenche des investissements qui rendent rentables les producteurs intermédiaires fournissant services web ou solutions intégrées.

*Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*, par une équipe composée de Valérie Chauvin, Gaël Dupont, Eric Heyer, Mathieu Plane et Xavier Timbeau. L'indicateur avancé est réalisé par Françoise Charpin et Hervé Péléraux. La prévision tient compte des informations disponibles à la fin septembre 2001 et intègre les comptes nationaux trimestriels de septembre 2001, à savoir le compte emplois-ressources jusqu'au deuxième trimestre 2001 et les comptes d'agents jusqu'au premier trimestre 2001.

TABLEAU 1 : EQUILIBRES RESSOURCES-EMPLOIS EN BIENS ET SERVICES MARCHANDS (AUX PRIX DE 95)

	Niveau (Mds € 95) 2000	Taux de croissance trimestriels en %						Taux de croissance annuels en %		
		2001		2002				2000	2001	2002
		T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 342	0,2	0,5	0,5	0,7	0,9	0,8	3,4	2,0	2,2
Importations	364	0,0	0,9	0,9	1,3	1,7	1,8	15,2	1,9	3,6
Consommation des ménages	722	0,7	0,7	0,5	0,8	0,9	0,7	2,7	2,6	2,7
Consommation des administrations	307	0,1	0,6	0,5	0,7	0,5	0,5	2,3	1,8	2,0
FBCF totale, dont :	268	- 0,1	0,1	0,5	0,7	1,0	0,9	6,2	3,0	1,7
- entreprises	164	- 0,2	0,0	0,5	0,9	1,4	1,3	7,4	4,4	2,2
- ménages	64	- 0,3	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	4,6	- 0,3	0,3
- administrations	40	0,2	0,4	0,7	0,6	0,5	0,4	4,2	2,7	1,7
Exportations	393	- 0,6	0,6	1,0	1,2	1,3	1,4	13,4	2,7	2,6
Variations de stocks (contrib.)	7	- 0,9	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	- 0,7	0,2
Demande intérieure hors stocks	1 306	0,4	0,6	0,5	0,8	0,8	0,7	3,3	2,5	2,3

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du troisième trimestre 2001.

TABLEAU 2 : QUELQUES RÉSULTATS SIGNIFICATIFS

	Evolutions trimestrielles						MA	GA	MA	GA	MA	GA
	2001		2002				2000		2001		2002	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
Emploi total (en milliers)	41	61	50	57	64	70	545	580	446	303	220	241
Nombre de chômeurs* (en milliers)	101	- 18	- 48	- 34	- 39	- 24	- 358	- 369	- 158	- 25	- 65	- 145
Taux de chômage* (en %)	9,0	8,9	8,8	8,6	8,5	8,4	9,5	- 1,5	8,9	- 0,2	8,6	- 0,6
Prix à la consommation (en %)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	1,7	1,9	1,8	1,9	1,5	1,4
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,8	0,8	0,7	0,8	0,9	0,8	4,6	4,3	3,8	3,6	3,2	3,4
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	2,4	2,3	2,6	2,8	3,0	3,2
<i>Ménages</i>												
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,7	0,8	0,4	0,7	0,8	0,6	3,4	4,7	3,1	1,3	2,3	2,4
Taux d'épargne (en %)	16,2	16,3	16,2	16,1	16,0	15,9	15,9		16,4		16,0	
Taux d'épargne financière (en %)	7,3	7,5	7,4	7,3	7,3	7,2	6,7		7,4		7,3	
<i>Entreprises</i>												
Taux de marge (en %)	39,1	39,1	39,2	39,2	39,4	39,4	39,9		39,4		39,3	
Taux d'investissement (en %)	18,0	17,8	17,8	17,9	18,0	18,1	17,7		17,9		17,9	
Taux d'autofinancement** (en %)	71,6	72,9	73,6	75,0	77,8	77,4	83,7		74,4		76,0	
<i>Administrations</i>												
Capacité de financement/PIB (en %)	- 1,4	- 1,5	- 1,4	- 1,6	- 1,8	- 1,7		- 1,4		- 1,4		- 1,6
Taux de prélèvement obligatoire (en %)	45,5	45,4	45,5	45,3	44,9	44,8	45,6		45,4		45,1	
<i>Taux d'intérêt</i>								T4		T4		T4
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	5,3	5,2	5,1	4,9	4,9	5,0	5,4	5,2	5,0	5,2	5,0	5,0
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	4,4	3,8	3,8	3,8	4,0	4,0	4,4	5,0	4,4	3,8	3,9	4,0

Notes : MA moyenne annuelle ; GA : glissement annuel.

* Au sens du BIT.

** Epargne brute/FBCF.

TABLEAU 3 : LES HYPOTHÈSES D'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET LES SOLDES EXTÉRIEURS

	Evolutions trimestrielles						Moyennes annuelles		
	2001		2002				2000	2001	2002
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de produits manufacturés adressée à la France (en %)	- 0,2	0,4	0,9	1,4	2,0	2,0	11,1	2,6	3,6
Prix des concurrents en devises (en %)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	- 3,3	2,1	1,5
Prix du pétrole en \$	25,3	24,0	25,0	25,0	26,0	26,0	28,4	25,6	25,5
Prix des importations en euros (en %)	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	4,7	1,3	1,5
Prix des exportations en euros (en %)	0,5	0,7	0,5	0,2	0,3	0,3	1,4	1,2	1,8
Solde des biens et services (Mds d'euros)	5,5	5,6	5,9	5,7	5,2	4,8	20,2	23,5	21,6

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du troisième trimestre 2001.

Le foisonnement de projets est incontestablement une richesse et une force des économies modernes. Cependant, des ressources importantes sont engagées et la logique économique rattrape inexorablement les acteurs. Des investissements apparaissent douteux. Des marchés disparaissent parce que les orientations stratégiques sont revues. Le processus est coûteux et les pertes accumulées par les investisseurs doivent être compensées. Les marchés financiers accélèrent et amplifient ces évolutions.

La sphère de la technologie n'est pas isolée du reste de l'économie. Par les consommations intermédiaires des entreprises de cette sphère, par les investissements des entreprises non technologiques dans ce secteur, par l'emploi et la consommation des salariés de ces entreprises, le dynamisme du secteur se transmet à toute l'économie. Réciproquement, lorsque les corrections sévères sont en cours, elles ont une traduction macroéconomique.

...qui accentue le ralentissement...

La France et l'Europe n'ont pas vécu de la même façon que les États-Unis la fièvre des *start up* et il semblait que bien des excès avaient été évités. Cependant, l'Europe a investi de façon importante dans les nouvelles technologies. En France, l'investissement en NTIC (au sens large) représentait en 1999 11,5 % de l'investissement contre 8,3 % en 1995. En incluant les logiciels, la part de l'investissement en technologie dans l'investissement total est passée de 10,7 % à 15,6 % de 1995 à 1999. La non disponibilité des données sectorielles ne permet pas de connaître ces chiffres pour les années 2000 et 2001 et ne permet pas de confirmer l'hypothèse d'un retournement brutal des investissements dans ce secteur.

Les télécommunications illustrent cependant le phénomène à l'œuvre. L'année 2000 a été celle de tous les excès : rachats à des valorisations élevées, endettement record pour la plupart des opérateurs, engagement dans l'opération UMTS à des prix de licences qui paraissent aujourd'hui surévalués. Les entreprises du secteur réduisent leur ambition et leurs dépenses. Elles se recentrent sur leur activités profitables et renversent les tendances de leurs investissements. Les prestataires ou les fournisseurs des grands opérateurs sont contraints de réduire drastiquement leur activité.

Les comptes nationaux indiquent que l'investissement a cessé de croître depuis le début de l'année 2001 en France. Le taux d'investissement s'est stabilisé et devrait décroître aux troisième et quatrième trimestres de l'année 2001. C'est le premier recul de l'investissement depuis le retour de la croissance en 1997.

...en se transmettant à l'ensemble de l'économie

Les mécanismes habituels de l'économie réagissent et se surajoutent au choc d'offre. En réduisant les investissements, les entreprises diminuent leur activité et celle de leurs fournisseurs. L'emploi est affecté et le revenu des ménages en est amputé, induisant une baisse de la consommation. L'activité est ainsi réduite, justifiant une baisse supplémentaire de l'investissement. L'impulsion initiale est amplifiée et se répand dans l'ensemble de l'économie. Le choc touche les principaux

partenaires de la France et le commerce extérieur est une courroie de transmission supplémentaire. Toutes les composantes de la demande, à l'exception de la dépense publique, sont ainsi ralenties (tableau 4).

TABLEAU 4 : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB

Moyennes annuelles en %	1999	2000	2001	2002
Dépenses des ménages	2,0	1,7	1,4	1,4
Investissements	0,7	0,9	0,5	0,3
Dépenses des administrations	0,6	0,7	0,5	0,5
Variations de stocks	- 0,4	0,3	- 0,7*	0,2
Total de la demande interne	3,0	3,5	1,7	2,4
Solde extérieur	0,0	- 0,1	0,3*	- 0,2
PIB	3,0	3,4	2,0	2,2

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du troisième trimestre 2001.

*Les contributions du commerce extérieur et des stocks en 2001 sont à considérer avec prudence. Des opérations exceptionnelles de livraisons de paquebots au premier trimestre 2001 ont induit un fort déstockage apparent et des exportations très importantes. Ces livraisons n'ont pas d'influence sur le PIB ; ainsi, hors ces opérations exceptionnelles, la contribution des stocks est de - 0,1 et la contribution extérieure de - 0,3, ce qui donne une image plus conforme de la réalité.

Emploi : retour en arrière ?

Le ralentissement de l'économie française a eu un impact prononcé et rapide sur le marché du travail. Dès le premier trimestre de l'année 2001 le taux de chômage s'est stabilisé, puis a augmenté au cours du deuxième trimestre. La fin du service militaire et le repli de l'emploi public aidé (CES et emplois-jeunes) contribuent en partie à cette évolution. La diffusion des 35 heures arrive à terme et concourt moins aux créations d'emplois. Nonobstant, l'emploi s'est ajusté rapidement. L'emploi intérimaire a décliné depuis le début de l'année 2001 de plus de 100 000 personnes. Hors intérim, l'emploi salarié a crû à un rythme habituel (plus de 100 000 par trimestre). Les entreprises ont développé depuis 1993 un outil d'ajustement que l'on n'avait jamais eu l'occasion d'observer en action. C'est une source de flexibilité de l'économie française et une manifestation supplémentaire de l'application du modèle libéral ; pour le meilleur et le pire. Un emploi moins inerte conduit à une transmission plus rapide du ralentissement aux autres compartiments de l'économie. Il sera aussi à la source d'un mouvement de reprise plus brutal.

Prix : retour à la normale

L'année 2001 s'est caractérisée, en matière de prix, par un printemps particulièrement agité. Alors que les prix à la consommation ont stagné au premier trimestre, le deuxième trimestre 2001 a connu un rebond d'inflation (+1,3%). L'augmentation des produits alimentaires et du prix du pétrole ont contribué fortement à cette hausse inattendue des prix (respectivement + 0,5 % et + 0,3 %). La perte de pouvoir d'achat des ménages au deuxième trimestre a été de 0,8 %. Néanmoins, ce regain d'inflation était de nature temporaire. Le rythme de croissance des prix à la consommation devrait rejoindre celui sous-jacent à la fin de l'année 2001. Avec la montée progressive de tensions sur le marché du travail, la croissance de l'indice sous-jacent des prix s'accélère depuis 1998. Cette accélération est de l'ordre de 0,3 % en 2002. L'impact de la progression soutenue des salaires en 2001 est compensé par la baisse du taux de marge. Sous l'hypothèse d'un prix du baril de pétrole stabilisé à 26 dollars, l'inflation en

2002 devrait être contenue, avec une légère accélération en fin de période. Le retour de gains de productivité par tête en 2002 devrait permettre de compenser, en partie, l'accélération des salaires consécutive à la reprise progressive de l'activité, à la baisse du taux de chômage et à la fin de la modération salariale liée aux 35 heures. La croissance de l'indice des prix à la consommation devrait s'établir, en glissement annuel, à 1,4 % en 2002.

La consommation fléchit mais ne rompt pas

En 2000, le dynamisme de la masse salariale et les allègements d'impôts de la fin d'année ont entraîné des gains de pouvoir d'achat des ménages, qui ont permis une croissance forte de la consommation et une hausse du taux d'épargne. Au premier semestre 2001, le revenu disponible des ménages s'est stabilisé en termes réels du fait du ralentissement des créations d'emplois et d'un sursaut d'inflation. Cependant, les allègements fiscaux permettent un rebond du revenu des ménages au second semestre 2001, qui pourrait être relayé ensuite par la reprise de la masse salariale. Le ralentissement des prix en 2002 stimulera le pouvoir d'achat, et les ménages pourraient réduire leur épargne pour maintenir la croissance de leur consommation. Le taux d'épargne resterait néanmoins très supérieur à son niveau de la première moitié de 2000.

L'investissement redémarre en 2002

Le ralentissement de l'économie française relève de mécanismes moins amortis que par le passé. Ces mécanismes seront à l'origine du retournement de la conjoncture. Une fois l'apurement accompli, l'investissement retrouvera son rôle d'impulsion et alimentera la croissance. Le rattrapage du sous-investissement des années 1990 n'est pas achevé : l'Europe a encore un retard technologique sur les États-Unis et la vague d'innovation de la nouvelle économie n'est pas tarie. À moyen terme, la hausse du taux d'investissement n'est pas à remettre en cause. De plus, la situation financière des entreprises n'est pas mauvaise. L'endettement bancaire des sociétés rapporté au stock de capital physique est inférieur de plusieurs points au niveau atteint en 1991 (17,9 % contre 15,7 % en 2000).

À court terme, malgré le ralentissement économique, le niveau du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie reste élevé en référence à l'histoire récente. Le renouvellement du capital depuis 1997 a pu permettre d'élever le niveau de taux d'utilisation désiré par les entreprises, mais il est probable qu'une reprise de la demande adressée aux entreprises se traduise par des tensions sur les capacités et remette à l'ordre du jour les projets d'investissement ajournés.

Politique économique : maintien de cap dans la tempête

La politique économique en France pourrait s'écarter légèrement de la norme européenne. La proximité des élections et la dégradation récente du marché du travail vont inciter le gouvernement, dans l'urgence, à réagir. Selon notre

scénario, 50 000 emplois publics nets (fonctionnaires, CES) devraient être créés d'ici à la fin du premier semestre 2002. La situation sur le marché du travail serait ainsi améliorée avec un temps d'avance sur la situation générale de l'économie française. La confiance des ménages en serait moins dégradée, même s'il ne faut pas en attendre un impact significatif sur le comportement des ménages. Le déficit public serait aggravé de plus de 0,1 point de PIB par ces mesures spécifiques. Néanmoins, la dégradation du déficit, qui passerait de 1,4 % en 2001 à 1,6 % en 2002, est principalement imputable au ralentissement de l'économie. En effet, le gouvernement ne prévoit ni un resserrement budgétaire pour réduire le déficit, ni une politique active de stimulation économique.

En 2002, la politique économique sera légèrement expansionniste compte tenu des baisses de prélèvements obligatoires, conjuguées à la légère accélération des dépenses publiques. Les dépenses publiques pourraient augmenter de 2 % en volume et se stabiliser à 52,6 % du PIB en 2002, tandis que le taux de prélèvements obligatoires baisserait de 0,3 point pour atteindre 44,7 % du PIB. Les mesures prévoient 3,6 milliards d'euros de réduction des prélèvements sur les ménages (réduction des taux de l'impôt sur le revenu et des cotisations Unedic, et doublement de la prime pour l'emploi essentiellement) et 3,2 milliards de réduction des impôts pesant sur les entreprises (réduction de l'impôt sur les bénéfices, de la taxe professionnelle et des taux de cotisations Unedic). Les prélèvements obligatoires restent cependant historiquement élevés. Un retour sur les conditions et le prix des licences UMTS serait souhaitable compte tenu des difficultés actuelles du secteur des Télécom.

Une reprise au deuxième semestre 2002

La reprise de l'ensemble des composantes internes du PIB sera nette au second semestre 2002. La politique économique sera créatrice d'emplois. Ceux-ci, ainsi que le ralentissement des prix, favoriseront la consommation des ménages. L'investissement accélèrera à partir du milieu d'année. En revanche, en dépit d'une bonne compétitivité-prix et hors prix des produits français, le commerce extérieur contribuera négativement à la croissance du PIB dans les prochains trimestres : le ralentissement international pèsera fortement sur les exportations, alors que les importations accélèreront avec la reprise de la demande interne.

Les attentats du 11 septembre 2001 n'influent pas directement sur les enchaînements macroéconomiques. Les effets directs sur l'économie américaine pèsent de façon négligeable sur l'activité en France en dehors du canal touristique. En revanche, l'incertitude géopolitique et les désordres boursiers accélèrent et amplifient le processus d'apurement des excès de l'investissement.

Ce cycle d'investissement devrait donc s'achever comme il a commencé : de façon autonome et non régulée. Les économies occidentales sont entrées dans une phase plus volatile de leur histoire, d'autant que les gouvernements européens n'osent pas utiliser les régulateurs budgétaires et que la Banque centrale européenne fait preuve de timidité ■