

2002 SERA-T-ELLE L'ANNÉE DE LA REPRISE ?

Département analyse et prévision

Au quatrième trimestre 2001, l'économie mondiale est au creux de la vague. Après une longue période d'euphorie, le retournement conjoncturel a été induit par une brutale révision des anticipations des entrepreneurs et des marchés financiers. Compte tenu du fonctionnement plus concurrentiel des marchés des biens et du travail, la phase haute du cycle n'a pas été marquée par de fortes pressions inflationnistes (sauf toutefois sur le marché du pétrole). L'essentiel s'est joué sur les marchés financiers plus que sur le marché du travail. Les attentats du 11 septembre apparaissent aujourd'hui relativement secondaires dans la dynamique cyclique. Ils ont cristallisé des comportements latents de repli des agents privés, qui ont réduit leurs dépenses en situation d'incertitude accrue, mais ils ont aussi enclenché de vigoureuses réactions des politiques économiques.

Le ralentissement actuel est d'autant plus profond qu'il est global puisque c'est le secteur innovant, le plus mondialisé qui a été touché. Les plus atteints sont d'une part les pays les mieux insérés dans la nouvelle Division Internationale du Travail (DIT), comme les États-Unis, le Mexique, les pays d'Asie du Sud-Est, la Finlande ; d'autre part des pays fragilisés par des déséquilibres latents, comme le Japon, l'Allemagne et l'Amérique latine, affaiblie par la crise de l'Argentine. Certaines zones résistent remarquablement bien : la Chine, la Russie et les PECO (à l'exception de la Pologne), qui allient une forte demande intérieure et une insertion en cours dans la nouvelle DIT. En Europe, le Royaume-Uni et la France sont moins atteints, grâce à des politiques économiques divergentes, mais avisées.

Même si la baisse du rythme de croissance y est moins accentuée qu'aux États-Unis, la zone euro connaît encore un chômage important, le cycle de croissance n'y ayant duré que 3 ans et demi contre 10 aux États-Unis. Pourtant, les autorités économiques y sont intervenues avec moins de vigueur. L'organisation économique de l'Europe ne permet guère une mobilisation de l'ensemble des instruments vers un objectif commun, comme celui de maintenir une croissance suffisante pour retrouver le plein emploi, les autorités monétaires ne se jugeant responsables que de l'inflation, les diverses autorités budgétaires et la Commission n'étant pas d'accord sur la stratégie à suivre. Par contre, compte tenu des déséquilibres

potentiels de leur économie (déficit courant, bas taux d'épargne des ménages et fort endettement des ménages, surinvestissement), les autorités américaines n'ont pas voulu courir le risque d'une nette dépression, qui aurait peut-être permis de résorber certains déséquilibres, mais aurait pu se prolonger et s'accroître de façon incontrôlable.

Fin 2001, la plupart des économistes et les institutions internationales s'accordent pour prévoir une forte reprise économique au second semestre 2002. Compte tenu de l'acquis, la croissance en 2002 ne dépasserait pas 0,8 % aux États-Unis et 1,3 % dans la zone euro, mais ceci suppose au second semestre des rythmes de croissance annuelle de 4 % aux États-Unis, de 3,2 % en Europe. Cette reprise serait induite par la vigueur de la réaction de politique économique aux États-Unis et la baisse du prix de l'énergie, qui doperait la consommation aux États-Unis et en Europe. Au premier semestre, joueraient des facteurs techniques : la fin du déstockage et l'arrêt de la baisse de l'investissement. Le second semestre verrait une franche reprise de l'investissement où joueraient à la fois la reprise de la demande et la nécessité d'incorporer les nouvelles innovations techniques des TIC. Le mouvement serait initié aux États-Unis ; c'est son anticipation qui justifie la force actuelle du dollar. La chute de la nouvelle économie et des Bourses n'aurait été en somme qu'un accident de parcours.

TABLEAU 1 : ÉVOLUTION RÉCENTE DE LA CROISSANCE
DES GRANDS PAYS INDUSTRIELS

En %, glissement annuel au troisième trimestre 2001 sauf variation de stocks en contribution

	États-Unis	Japon	Royaume-Uni	Zone euro	Allemagne	France	Italie
PIB	0,6	-0,5	2,1	1,3	0,5	2,0	1,9
Conso. privée	2,4	-0,3	4,4	1,7	1,4	3,0	0,9
Conso. publique	3,6	2,9	1,7	1,8	0,7	2,6	0,6
FBCF	-3,4	0,6	-0,8	-1,5	1,5	2,1	-0,1
Var. de stocks	-1,1	-0,1	-0,8	-0,6	-0,9	-1,1	0,4
Exportations	-8,7	-10,3	-2,3	1,4	4,9	-0,5	-3,3
Importations	-6,7	-3,2	-1,2	-0,9	0,2	-2,2	-2,9

Source : Comptes trimestriels.

En sens inverse, le risque existe que la phase de croissance exubérante des années 1996-2000 ne se reproduise pas immédiatement à l'identique : une part importante de la nouvelle économie est durablement atteinte et décrédibilisée. Compte tenu du niveau atteint et de la perception des risques, la Bourse ne pourrait pas repartir rapidement à la hausse. Le dynamisme de la consommation des ménages américains pourrait être durablement atteint par l'inversion de l'effet richesse due à la chute et à la stagnation de la Bourse, la reprise du chômage et la stagnation des revenus. Il faudrait trouver un autre moteur de croissance, et celui-ci ne pourrait être le moteur d'hier. Dans ce schéma, la reprise de 2002 serait technique ; ce ne serait pas une reprise franche qui suppose un nouvel essor de l'investissement. Dès 2003, la croissance des États-Unis stagnerait et aucune zone ne pourrait remplacer la locomotive défailante.

La dépression des marchés mondiaux

Un prix du pétrole durablement faible ?

Depuis début novembre, le prix du baril de Brent oscille autour de 19 dollars, soit une baisse de 6 dollars depuis le troisième trimestre. Ce recul, accompagné d'une forte volatilité, reflète l'excès d'offre du marché et l'incertitude sur la reprise en main du marché par les pays producteurs. La chute de la demande induite par la récession mondiale et les attentats du 11 septembre s'est accompagnée d'un essor de la production potentielle. Dès septembre, la fin des travaux de maintenance en mer du Nord y a permis une hausse de la production. La reprise des exportations irakiennes, depuis août dernier, devrait se prolonger au moins jusqu'en mai 2002 en raison de la signature début décembre d'un nouvel accord *pétrole contre nourriture* avec l'ONU. La politique de l'OPEP a été accommodante depuis septembre, ne réagissant pas à la sortie des prix de la fourchette qu'elle avait fixée. L'excès d'offre au regard de la demande a conduit à un ample mouvement de reconstitution de stocks au troisième trimestre (+ 1,2 mbj dont + 0,4 mbj dans les pays de l'OCDE). Actuellement, le marché pétrolier serait excédentaire de plus de 2 mbj. Les perspectives de demande pour les prochains trimestres restent faibles. Au printemps 2002, la baisse saisonnière de la demande devrait entraîner un surplus de stocks de 1,5 mbj.

Pour ramener le prix du panier OPEP à l'intérieur de la fourchette de 22-28 dollars, l'Organisation a décidé fin novembre une nouvelle réduction des quotas de production de 1,5 mbj (soit 5 mbj en cumulé depuis le début de l'année) à la condition que les producteurs non membres accompagnent l'effort d'une baisse de 0,5 mbj de leur production. Le Mexique serait prêt à réduire sa production de 0,1 mbj, la Norvège de 0,15 mbj et la Russie, ses exportations de 0,15 mbj. La réunion de l'OPEP du 28 décembre 2001 devra juger si les efforts sont suffisants. Si tel était le cas, le risque que l'OPEP se lance dans une guerre des prix serait écarté. Néanmoins l'accord ne devrait être que partiellement respecté. Le scénario le plus probable est que le prix du Brent reste aux alentours de 20 dollars au premier semestre 2002, quitte à remonter au bas de la fourchette de l'OPEP (23 dollars) au second, si la reprise mondiale induit un raffermissement de la demande. Dans ce cas, la baisse des prix entre 2000 et 2002 serait de l'ordre de 6,5 dollars le baril. Selon MIMOSA, cette baisse permettrait

0,45 point de croissance en plus, 0,45 point d'inflation et de taux d'intérêt en moins en 2002 dans les pays de l'OCDE.

Taux de change : un dollar toujours fort

Depuis les attentats, le niveau de l'euro ne s'est pas écarté de la fourchette de 0,88 à 0,90 dollar. Ce niveau est maintenant considéré comme un taux d'équilibre par les marchés, les flux de capitaux de long terme compensant les soldes courants. Une forte remontée de l'euro est exclue tant que les marchés ne révisent pas leur appréciation sur les potentiels de croissance des deux zones. Or les États-Unis apparaissent toujours avoir les meilleures capacités de réaction à court terme comme les meilleures capacités à tirer profit d'un rebond de la nouvelle économie. Une chute du dollar suppose donc que les marchés cessent d'anticiper la reprise économique. Le yen est retombé à 126 yen pour un dollar. Une appréciation du yen s'était esquissée après les attentats, en raison de la réduction de l'écart de taux entre le Japon et les États-Unis et des incertitudes sur les perspectives de croissance aux États-Unis. Mais elle n'a pas été durable, les perspectives de reprise au Japon s'étant dégradées. Les évolutions des taux de change ne sont plus régies par les différences de taux d'intérêt (qui sont relativement faibles), ni par les soldes courants : elles suivent les anticipations de croissance.

Taux d'intérêt : l'activisme de la Fed

Avant les attentats, la Fed avait déjà diminué son taux directeur de 6,5 % (début 2001) à 3,5 % (en août). Depuis, elle l'a baissé à 1,75 %, soit en dessous de l'inflation. La dernière baisse intervenue le 11 décembre montre que la Fed ne considère pas la reprise comme bien assurée. En raison des délais de réaction de la politique budgétaire, la Fed estime devoir assurer l'essentiel du pilotage de la conjoncture. Le bas niveau des taux courts soutient fortement le crédit à la consommation des ménages. Par contre, les taux à long terme restent à des niveaux élevés, pratiquement identiques à ceux d'il y a un an (5,1 % pour les obligations publiques, 6,6 % pour les obligations privées), les marchés anticipant une reprise rapide. Ceci devrait freiner l'impact expansionniste de la politique monétaire.

TABLEAU 2 : ÉCART TAUX D'INTÉRÊT/TAUX DE CROISSANCE ANTICIPÉ DU PIB NOMINAL (DÉCEMBRE 2001)

En points

	Jour le jour	Obligations publiques	Obligations privées
Dollar	- 3,2	0,4	1,9
Yen	0,7	2,1	2,2
Euro	- 0,75	0,7	1,4
Livre	- 0,9	0,8	2,0

Sources : *The Economist*, calculs OFCE.

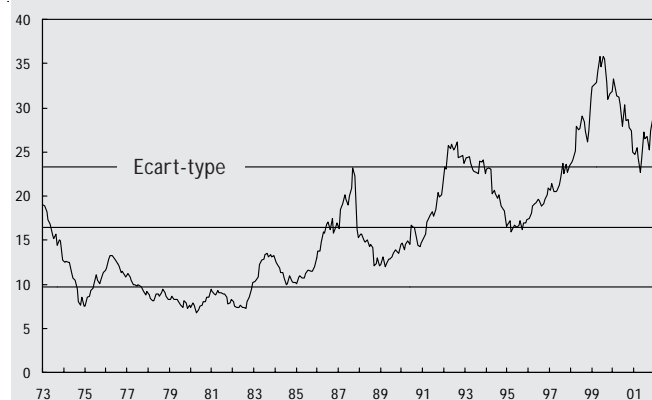
Depuis le début de l'année la BCE n'avait baissé son taux que de 4,75 % à 4,25 %. Après les attentats, elle l'a diminué à 3,25 %. Ce taux peut sembler relativement bas, compte tenu de l'inflation de la zone (2,1 % en glissement en novembre ; mais il est élevé relativement au taux américain. Contrairement à la Fed, la BCE ne soutient guère l'activité, ce qui implique que les politiques budgétaires doivent être expansionnistes.

Après le FMI et l'OCDE, la BCE a revu ses prévisions à la baisse pour 2002 : la croissance du PIB de la zone euro serait comprise entre 0,7 % et 1,7 % et l'inflation entre 1,1 et 2,1 %. La BCE, reconnaissant que le risque d'inflation est faible et celui d'une croissance inférieure au potentiel élevé, annonce sans doute ainsi une nouvelle baisse de taux.

Bourses : une reprise limitée

Les cours boursiers se sont redressés depuis les attentats de septembre. En Europe, ils n'ont pas rejoint le niveau de la première semaine de septembre, et encore moins celui d'août, qui était lui-même en repli sur le niveau du deuxième trimestre. Aux États-Unis, le lent redressement du S&P 500 le laisse encore, le 12 décembre, 3,5 % en dessous du niveau d'août. Le Nasdaq est lui remonté plus nettement, mais sa chute avait été plus prononcée. Le marché américain reste extrêmement volatil ; il est en permanence mis en garde par la succession de *profit warnings* ; il ne voit pas encore la franche reprise économique qu'annoncent les prévisionnistes. Le PER reste supérieur à 25, ce qui est élevé compte tenu du niveau des taux obligataires et de l'incertitude sur l'évolution de la Bourse (graphique 1). Une forte reprise de la Bourse serait peu rationnelle et augurerait des déséquilibres futurs. En même temps, elle est nécessaire pour soutenir l'investissement et la consommation.

GRAPHIQUE 1 : PER S&P 500



Source : Thomson Financial/Datastream.

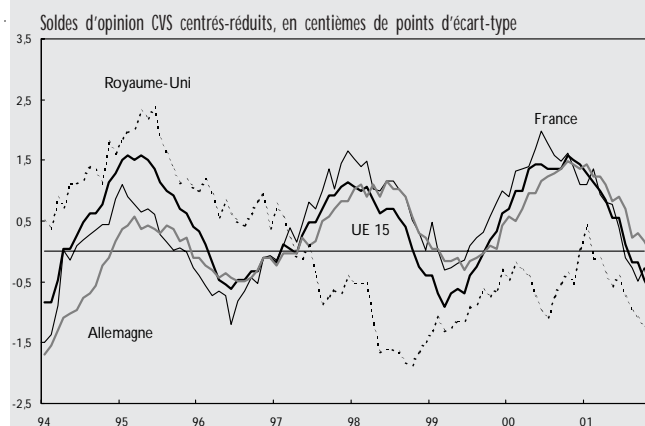
Commerce mondial : une forte élasticité

Le commerce mondial, qui avait progressé de 13,5 % en 2000, a commencé à ralentir à la mi-2000 et se rétracte depuis le début de l'année 2001. En glissement, il devrait baisser d'environ 6 % en 2001, soit une stagnation en moyenne annuelle, sa plus mauvaise performance depuis 1982. La récession touche particulièrement les secteurs innovants les plus intégrés à l'échelle mondiale. L'élasticité du commerce mondial à l'activité apparaît donc élevée. Au-delà de leur effet immédiat, il est peu probable que les attentats de septembre induisent un ralentissement durable de la progression de la DIT, comme le montre le relatif succès de la conférence de Doha, l'adhésion de la Chine à l'OMC et l'intégration croissante des PECO. En 2002, le commerce mondial devrait retrouver un taux de croissance de 10 % l'an au second semestre, si effectivement la croissance mondiale rebondit sous l'impulsion

des TIC. En moyenne annuelle, sa croissance ne serait cependant que de 2 %.

En novembre 2001, la reprise du commerce mondial ne s'est pas enclenchée. Les opinions des industriels européens sur les carnets de commandes étrangères continuent de se dégrader (graphique 2). La reprise n'aura pas lieu avant le deuxième trimestre 2002.

GRAPHIQUE 2 : OPINIONS DES INDUSTRIELS EUROPÉENS SUR LES CARNETS DE COMMANDES ÉTRANGÈRES



Source : Commission européenne.

Amérique latine : la crise argentine en plus

Le ralentissement de l'économie mondiale et notamment la récession aux États-Unis frappent directement les économies les plus ouvertes (Mexique, Chili) ; l'Argentine se contraint à une politique économique extrêmement restrictive pour maintenir son *currency board* ; les risques de dépréciation et de défaut de paiements de l'Argentine ont durci l'accès aux marchés financiers internationaux des autres pays latins. Après un premier semestre atone, l'Amérique latine a enregistré une contraction de son PIB au troisième trimestre. Après 4,4 % en 2000, la croissance devrait se limiter à 0,4 % en 2001. Pour autant, les investisseurs étrangers semblent maintenant isoler le cas argentin du reste de la zone. Depuis début octobre, les monnaies s'apprécient face au dollar (15 % pour le real brésilien, 8 % pour le peso chilien), les primes de risques diminuent et les marchés boursiers reprennent de la vigueur. Les perspectives pour 2002 restent médiocres (1,5 %) du fait du risque argentin, du poids des contraintes financières, de la faible dynamique du commerce international, du maintien des politiques d'ajustement budgétaire et de termes de l'échange défavorables.

Asie : quand l'électronique s'effondre

La croissance de l'Asie (Chine exceptée) a été durement frappée par le retournement de l'économie mondiale et l'effondrement du marché de l'électronique. Au troisième trimestre, l'activité a baissé dans les pays les plus engagés sur ce marché (Malaisie, Singapour, Taiwan). En Corée, l'activité résiste relativement bien du fait d'une demande intérieure plutôt solide. Les perspectives pour 2002 restent étroitement liées à l'évolution de l'environnement international. Le marché des semi-conducteurs aurait atteint un point bas en juin 2001, mais la vigueur de la reprise reste encore problématique.

Japon : un modèle de récession ?

Le Japon est officiellement en récession. Après un premier trimestre 2001 dynamique (1 %), les deuxième et troisième trimestres ont été marqués par des fortes contractions du PIB (-1,2 % puis -0,5 %). La consommation des ménages s'est fortement dégradée (-1,7 % après -1,1 % au deuxième trimestre) et la croissance de l'investissement des entreprises a ralenti (1,1 % après 2,6 % au deuxième trimestre). D'octobre 2000 à octobre 2001, la production industrielle a baissé de 13,1 %.

Le moral des consommateurs continue de chuter, en raison des mauvaises perspectives de l'emploi : forte hausse du chômage (qui atteint 5,4 % en octobre), augmentation continue du nombre de faillites et des plans de licenciements. L'enquête Tankan indique une nouvelle détérioration du climat des affaires au quatrième trimestre, bien qu'à un rythme nettement plus faible qu'au troisième.

Les espoirs de reprise résident dans le retournement de conjoncture aux États-Unis et dans le bas niveau du yen par rapport au dollar. Il y a peu à attendre dans les mois qui viennent de la consommation des ménages qui devrait stagner et de l'investissement des entreprises qui devrait chuter. La déflation (au rythme d'1 % par an) fait que les taux d'intérêt réel sont positifs malgré des taux nominaux pratiquement nuls. La mauvaise santé financière des banques les empêche d'étendre leurs crédits aux entreprises. Pour limiter le gonflement de la dette publique et se donner des marges de manœuvre pour assainir le bilan des banques, le gouvernement souhaite mettre en œuvre une politique budgétaire restrictive en 2002, comportant une forte réduction des projets d'infrastructures. Compte tenu de la profondeur de la dépression, cette politique sera difficile à réaliser : le collectif budgétaire voté en novembre 2001 augmente les dépenses de 1,3 point de PIB (aides aux chômeurs et aux entreprises).

La révision des comptes nationaux, qui fait apparaître une croissance du PIB en 2000 plus forte que celle estimée précédemment (2,2 % au lieu de 1,5 %), amène à modifier les prévisions pour les années suivantes. Pour 2001, la croissance est revue à la hausse (-0,2 %). La croissance de l'année 2002 serait fortement négative (-0,9 %).

États-Unis : quel rebond ?

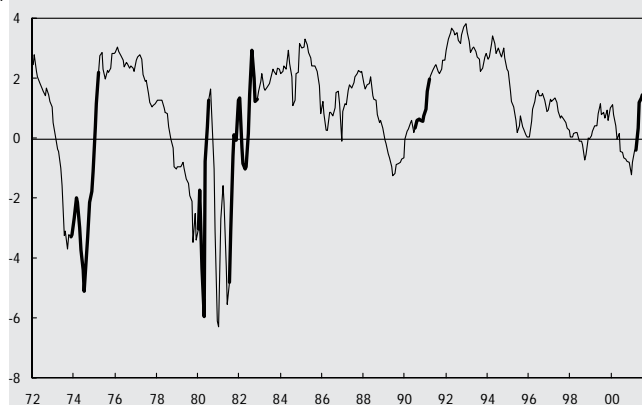
Après dix années de croissance ininterrompue, soit leur plus longue phase d'expansion connue, les États-Unis, selon le NBER, en récession depuis mars 2001. La proclamation de la récession se fonde sur la chute importante de la production industrielle, de 6,6 % depuis son pic de septembre 2000, et sur la baisse de l'emploi, 1,2 million d'emplois en moins depuis mars 2001. Le taux de chômage a progressé de 1,4 point en huit mois. Par contre, les ventes conservent un profil heurté, sans la nette tendance baissière des cycles précédents. Le revenu primaire des ménages n'a pas encore atteint son pic, donnant à la récession actuelle un aspect particulier. Le PIB n'a commencé à se contracter qu'au troisième trimestre 2001, deux trimestres après le début de la récession, alors que contraction du PIB et récession coïncidaient jadis. Aussi, la datation du NBER peut elle être discutée.

La baisse de 0,3 % du PIB au troisième trimestre 2001 s'explique par l'accentuation de déstockage, par la chute de

4,8 % des exportations, essentiellement à destination de l'Europe et du Canada, par une nouvelle contraction de l'investissement productif, moins importante toutefois qu'au trimestre précédent, que la forte baisse des importations et les faibles contributions positives de la consommation des ménages, de l'investissement résidentiel et des dépenses publiques (toutes en retrait par rapport au trimestre précédent) n'ont pas permis de compenser.

Les indicateurs conjoncturels récents, mitigés, laissent penser que le creux conjoncturel n'est pas encore atteint. Du côté des signaux négatifs, la baisse de la production industrielle et les destructions d'emplois se poursuivent ; le taux de chômage est monté à 5,7 % ; la confiance des ménages s'est dégradée en octobre et en novembre, selon l'enquête du *Conference Board* ; les permis de construire ont nettement baissé en septembre et octobre. Du côté des signaux positifs, l'indicateur avancé a augmenté en octobre ; l'indice NAPM du secteur manufacturier s'est redressé en novembre, tout en restant sous la barre des 50 ; l'indice NAPM des services est repassé au-dessus de 50. Les ventes de détail avaient très fortement progressé en octobre, grâce aux ventes d'automobiles stimulées par les prêts à taux zéro ; leur baisse dès novembre confirme le caractère temporaire du rebond. L'inflation reste contenue et devrait bénéficier de la baisse du prix de l'énergie. La confiance des ménages est remontée en octobre et en novembre, selon l'enquête de l'Université du Michigan. Les commandes industrielles ont fortement rebondi en octobre, mais après un très mauvais mois de septembre. La Bourse est faiblement orientée à la hausse depuis le mois d'octobre. Enfin, l'écart de taux, considéré comme un bon indicateur avancé, est très positif (graphique 3).

GRAPHIQUE 3 : ÉCART DE TAUX AUX ÉTATS-UNIS : UN INDICATEUR AVANCÉ*



* Les périodes de récession sont matérialisées par la courbe en trait épais.
Source : Federal Reserve Board.

C'est essentiellement sur cet indicateur que se fonde l'indicateur de croissance de l'OFCE qui prévoit un rebond d'activité de 0,8 % pour le premier trimestre 2002 après une baisse de 0,3 % au quatrième trimestre 2001. Cette prédiction paraît néanmoins trop optimiste compte tenu de la forte dégradation des profits des entreprises, de l'ajustement encore nécessaire de l'investissement et des incertitudes sur la consommation des ménages. Si l'impulsion monétaire joue bien son rôle en allégeant le coût de l'endettement élevé des ménages, la forte montée

du chômage et le ralentissement prévisible des salaires vont continuer à freiner la consommation.

Trois mois après les attentats, l'absence d'accord entre Démocrates et Républicains sur les mesures de relance entretient un climat d'incertitude et pourrait aboutir à un plan hybride et tardif. La Chambre des Représentants a voté fin octobre un plan de relance de 100 milliards de dollars : accélération des réductions d'impôts déjà votées, baisse de l'impôt sur les sociétés, versement de 300 dollars à ceux qui n'ont pas bénéficié des réductions d'impôts de l'été 2001 (seule proposition qui fait consensus entre les deux partis). Début décembre, les Républicains de la Chambre ont proposé d'y ajouter 30 milliards d'aides aux personnes qui ont perdu leur emploi depuis mars 2001 : allongement de la durée d'indemnisation de 26 à 39 semaines, prise en charge des primes d'assurance maladie. Aux yeux des Démocrates, le projet est globalement trop coûteux. Ils reprochent aux Républicains le caractère permanent des réductions d'impôt proposées. Les Démocrates veulent soutenir les ménages et la consommation ; les Républicains, les entreprises et l'investissement. Les Démocrates demandent aussi que soient débloqués 15 milliards de dollars pour les reconstructions à New York et la lutte contre le terrorisme. Aucun accord n'a pu se faire au Sénat (à majorité démocrate).

Si aucune mesure supplémentaire n'est adoptée, au-delà des réductions d'impôt votées en mai 2001 et des 55 milliards de dollars de dépenses d'urgence et d'aides aux compagnies aériennes débloqués en septembre, l'impulsion budgétaire serait de 1,4 point de PIB en 2002. Encore légèrement excédentaire en 2001 (0,2 % du PIB), le solde budgétaire se creuserait à - 2,1 % du PIB en 2002. En cas d'accord sur 70 milliards de dollars de dépenses supplémentaires, l'impulsion passerait à 2,1 points de PIB et le déficit à - 2,8 points.

Le scénario le plus probable reste celui d'une nette reprise à partir de la mi-2002, impulsée par les bas taux d'intérêt, le restockage, la stabilisation de l'investissement et la désinflation. En moyenne annuelle, la croissance serait de 1 % en 2001, puis de 0,8 % en 2002, soit en glissement de - 0,5 % en 2001 puis de 2,7 % en 2002. Des éléments de fragilité pourraient cependant peser sur la vigueur de cette reprise : les innovations techniques nécessaires pour donner à l'investissement des entreprises un nouveau dynamisme seront-elles au rendez-vous ? Les marchés financiers réussiront-ils à relancer la Bourse, malgré un PER déjà élevé ? La dégradation des profits des entreprises ne sera-t-elle pas un obstacle à une forte relance de l'investissement ? Les ménages, endettés, appauvris par la baisse de la Bourse, inquiets de la croissance du chômage, ne vont-ils pas augmenter fortement leur taux d'épargne ?

Royaume-Uni : une croissance maintenue ?

Les consommateurs britanniques n'ont rien perdu de leur flegme devant le ralentissement de l'économie mondiale. La consommation des ménages (1,3 % au troisième trimestre, 4,5 % sur un an) reste le moteur de la croissance. La vigueur de la progression des ventes de détail ne s'est pas démentie (7 % en volume sur un an en novembre), ce qui indique que la consommation restera soutenue au quatrième trimestre.

Le ralentissement de la croissance mondiale affecte par contre directement les industries exportatrices, déjà

confrontées au maintien de la livre à un niveau élevé. Les exportations baissent depuis le deuxième trimestre. L'industrie est entrée en récession au début de l'année ; le repli de la production était de 3,7 % sur un an en octobre. Plus récemment, la production de services a marqué le pas (0,6 %, au troisième trimestre après 1 % environ depuis plusieurs années). Le PIB a augmenté de 0,5 % au troisième trimestre, soit de 2,1 % en glissement sur un an.

Les opinions des industriels restent globalement dégradées. L'investissement des entreprises est en recul depuis l'été 2000 ; les enquêtes ne conduisent pas à envisager sa reprise dans les mois qui viennent. La consommation restera-t-elle dynamique ? Jusqu'ici, elle a été portée par la progression des revenus (les salaires nominaux progressant à des rythmes de l'ordre de 4,5 %), le niveau exceptionnellement faible du taux de chômage, la baisse des taux d'intérêt et la compensation de l'effet richesse négatif résultant de la baisse des prix des actifs boursiers par la hausse des prix de l'immobilier. Le taux d'épargne est resté faible (5 %). La baisse des taux d'intérêt en 2001 (2 points pour les taux directeurs) jouera favorablement en 2002, mais le taux de chômage est en légère augmentation depuis la fin de l'été. La progression des salaires réels reste soutenue, l'inflation ayant ralenti depuis août.

La progression des prix de détail hors intérêts hypothécaires, indice de référence de la politique monétaire, n'est plus que de 1,8 % sur un an en novembre, soit 0,8 % en termes d'IPCH, l'inflation la plus basse de l'UE. L'inflation est inférieure à la cible de 2,5 % fixée par le gouvernement, ce qui laisse une marge pour de nouveaux assouplissements monétaires.

La politique budgétaire soutiendrait la croissance en 2001, comme en 2002. Selon le pré-budget de novembre 2001, la consommation publique progressera de 3 % en volume en 2001 et de 4,75 % en 2002. L'investissement public augmentera de 20 % en volume en 2001 et en 2002. Le gouvernement souhaite faire remonter la part de l'investissement public net dans le PIB de 0,7 % en 2000 à 1,8 % en cinq ans et accroître les dépenses publiques dans le domaine du transport, de la santé, de l'éducation.

Les hypothèses de croissance pour 2002 figurant dans le budget (2 à 2,5 %) sont plutôt optimistes, comparées au consensus des économistes britanniques (1,9 %). Le gouvernement souhaite aller au-delà du jeu des stabilisateurs automatiques. Le solde budgétaire était excédentaire de 1,9 point de PIB en 2000 (hors recettes UMTS). Sous l'effet du ralentissement de la croissance en 2001 (2,25 après 2,9 % en 2000), et de la chute de la Bourse, les recettes ont été moins fortes que prévu, particulièrement celles de l'imposition des entreprises financières. Le solde public deviendrait nul en 2001 et déficitaire de 1 point en 2002. Après avoir été très légèrement négative en 2000, l'impulsion budgétaire serait de l'ordre de 1,7 point en 2001 et de 1,5 en 2002.

Zone euro : en attendant la reprise mondiale...

La croissance dans la zone euro a été très faible au troisième trimestre 2001 (0,1 %). En octobre, la production industrielle a baissé de 1,4 % en glissement sur un an. Les indicateurs avancés sont orientés à la baisse. Les indicateurs de confiance des ménages et des producteurs se sont de nouveau affaiblis au cours des derniers mois. L'indice des directeurs d'achat demeure en dessous de 50, indiquant la poursuite d'une contraction de l'activité. L'indicateur du secteur des services est lui aussi

désormais inférieur à 50. Selon l'enquête de la Commission européenne, la conjoncture dans l'industrie a continué de se dégrader légèrement en novembre après un plongeon en octobre.

Les exportations se sont encore contractées au troisième trimestre. Les stocks ont fortement contribué négativement à la croissance (0,5 point du PIB) au troisième trimestre. Les entreprises ont poursuivi la réduction de leur effort d'investissement pour le quatrième trimestre consécutif. La contraction de l'investissement dans la zone euro reste moins importante qu'aux États-Unis (-1,5 % sur 1 an contre -2,6 %), l'appareil productif européen souffrant moins de surcapacités de production.

La consommation des ménages a maintenu une faible croissance (0,2 %). Au quatrième trimestre, elle devrait pâtir de la dégradation du marché de l'emploi : le taux de chômage a atteint un point bas au mois d'août 2001, à 8,3 %. Il s'est établi à 8,4 % en septembre et octobre et devrait remonter d'ici la fin 2001. L'emploi était déjà orienté à la baisse dans l'industrie au premier semestre 2001. Les récents licenciements dans les compagnies aériennes, les entreprises de télécommunications ou le secteur bancaire signalent que les suppressions d'emplois se propagent à l'ensemble de l'économie.

Aussi, l'indicateur de confiance des ménages s'est-il dégradé et est passé en novembre sous sa moyenne de longue période. Toutefois, les dépenses des ménages pourraient être soutenues par la chute rapide de l'inflation au quatrième trimestre. Après avoir culminé à 3,4 % en mai 2001, l'inflation annuelle a ralenti pour atteindre 2,1 % en novembre. Cette rapide décélération s'explique par la chute des prix de l'énergie, la fin de la prise en compte des hausses de produits alimentaires et, pour certains pays, des hausses de fiscalité indirecte. Elle devrait se prolonger en 2002, ce qui donnerait des marges de manœuvre à la BCE.

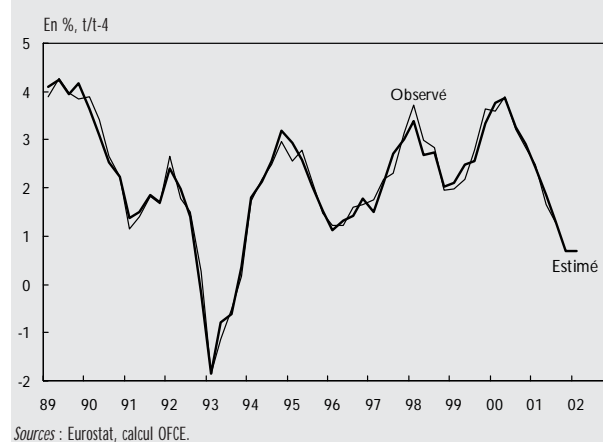
Si un consensus s'est finalement fait pour laisser jouer les stabilisateurs automatiques et donc autoriser une hausse des déficits publics (ou une réduction des surplus) par rapport aux prévisions des programmes de stabilité de début 2001, aucun plan global de relance budgétaire n'a émergé. Sous la pression de la BCE et de la Commission, les ministres des finances ont cru bon de rappeler que le Pacte de stabilité demeure la priorité, alors même qu'il n'organise pas la coordination des politiques économiques face à un choc récessif. L'Allemagne devrait avoir un déficit budgétaire proche de 2,7 % du PIB en 2002, ce qui la placera devant un dilemme si sa croissance ne repart pas en 2003 : pratiquer une politique restrictive pro-cyclique ou briser le tabou de 3 %. France, Allemagne, Italie et Portugal auront des soldes publics nettement déficitaires en 2002 ; mettront-ils en œuvre coûte que coûte des politiques budgétaires restrictives pour atteindre l'équilibre en 2004 ? L'impulsion budgétaire globale devrait être nulle en 2002, l'Allemagne, la Belgique et le Portugal pratiquant des politiques restrictives, la Finlande et les Pays-Bas des politiques expansionnistes, les autres pays étant proches de la neutralité. Ceci contraste avec les vigoureuses politiques de soutien des États-Unis, du Royaume-Uni ou de la Suède.

La croissance de la zone serait légèrement négative au quatrième trimestre de 2001. En 2002, elle devrait se stabiliser puis progressivement repartir, sous l'effet des assouplissements monétaires et de la désinflation. Après 1,6 % en 2001, la croissance serait de 1,3 % en 2002, soit en glissement annuel 2,4 % après 0,6 % en 2001.

La zone euro pourrait éviter la récession

Après intégration des enquêtes de novembre, l'indicateur Euroframe fournit des estimations relativement plus optimistes pour l'économie de la zone euro. La situation actuelle de la zone euro reste défavorable dans la mesure où la plupart des indicateurs coïncidents de demande, de production et d'emploi sont toujours déprimés. Ils conduisent à un taux de croissance en glissement annuel de 0,7 % au quatrième trimestre 2001, soit une croissance nulle pour ce trimestre. Cependant, ce trimestre constituerait le point bas de la phase de ralentissement. Au premier trimestre 2002, la croissance serait identique en glissement annuel, mais de 0,5 % en terme trimestriel. Plus que jamais, ces prévisions sont entachées d'incertitudes (graphique). D'abord, l'économie est près d'un point de retournement, ce qui implique des évolutions parfois opposées des indicateurs, rendant l'identification du retournement difficile. Ensuite, l'incertitude liée aux attentats du 11 septembre et au conflit en Afghanistan n'a pas disparu. Mais la plupart des indicateurs paraissent avoir atteint un plancher ou se sont améliorés légèrement.

GRAPHIQUE : GLISSEMENT ANNUAL DU PIB DE LA ZONE-EURO



La contribution des variables explicatives ne se modifie pas fondamentalement. Le changement le plus significatif provient du taux d'intérêt réel ; sa contribution, négative pendant cinq trimestres consécutifs, deviendrait neutre au premier trimestre 2002 ; elle devrait bientôt devenir positive, compte tenu des baisses conséquentes passées. L'évolution des prix du pétrole va dans le même sens ; pour la première fois depuis la mi-1999, sa contribution est positive. La perspective pour les États-Unis est plus floue. Mais on peut espérer que les derniers résultats de l'enquête NAPM constituent le signal du retournement et que son effet déprimant va s'atténuer. Si l'économie américaine se redresse à partir de maintenant, les facteurs principaux qui ont conduit au ralentissement dans la zone euro joueront dans le sens d'une reprise de la croissance. Restent les données d'enquêtes de la zone euro qui restent déprimées jusqu'à présent, particulièrement dans le secteur manufacturier, dont l'opinion fournit la contribution négative la plus forte au premier trimestre 2002.

Le ralentissement économique ne frappe pas tous les pays de la zone avec la même intensité. Ce sont les pays les plus engagés dans les TIC qui ont été les plus atteints (Irlande et Finlande), puis les pays germaniques victimes d'une trop grande austérité salariale (Belgique, Pays-Bas et Allemagne). La France et les pays du Sud (Grèce, Espagne et Italie) ont été moins atteints.

Les principaux indicateurs conjoncturels ont connu une nette dégradation en **Allemagne** depuis septembre 2001. Sur un an, la baisse des commandes (- 8 %) dépasse celles de fin 1995 et de la fin 1998. La baisse du climat général dans l'économie en septembre est la plus forte observée depuis le premier choc pétrolier (- 4,4 points), alors que les perspectives de production s'étaient légèrement améliorées de juin à août ; le climat a continué de se dégrader en octobre. Les opinions sur le niveau des stocks se sont fortement dégradées, alors que là aussi de premiers signes de redressement avaient été enregistrés au début de l'été. Aussi, la fin de l'année devrait-elle se traduire par une contraction supplémentaire de l'activité. L'indice de production industrielle a fortement chuté en octobre (- 2,2 %) et l'acquis de production pour le quatrième trimestre est de - 2,6 %. Notre prévision reposait sur une reprise très modérée au quatrième trimestre, tablant sur un arrêt progressif du déstockage et une reprise modérée de la consommation, financée notamment par le surplus d'épargne du premier semestre consécutif à la réforme fiscale. Les indicateurs conjoncturels infirment ce scénario. L'Allemagne connaîtrait un troisième trimestre consécutif de baisse d'activité et la croissance ne serait que de 0,7 % en 2001. L'enclenchement d'une dynamique de récession plus forte et prolongée que celle que nous avons prévue repousserait au second semestre la reprise de l'activité ; la croissance serait au mieux légèrement supérieure à 1 % en 2002.

En 2001, **l'Italie** a retrouvé un écart de croissance positif avec la zone euro (0,3 %). Le troisième trimestre s'est inscrit en légère hausse (0,2 %). Cependant, les derniers indicateurs conjoncturels dans l'industrie confirment la dégradation entamée avant le 11 septembre. L'indice de production industrielle, déjà stabilisé par rapport au deuxième trimestre, diminue de nouveau en septembre et en octobre. La dégradation de l'enquête dans l'industrie a été particulièrement forte en septembre, même si une faible reprise des carnets des commandes étrangères et des perspectives de production se dessine en octobre. Les indicateurs avancés de la production industrielle montrent un lent déclin en fin d'année. L'indice de confiance des ménages est remontée en novembre, mais la baisse des intentions d'achat semble confirmée par la chute de l'indice des ventes au détail. Le pessimisme des ménages s'explique par la dégradation des perspectives d'emplois.

La loi de Finances pour 2002 annonce un programme de réformes qui n'a plus rien d'ambitieux. Le respect partiel des engagements européens (le déficit public atteindrait 1,1 point de PIB en 2002) prévaut sur la volonté naguère affirmée de restituer à la politique budgétaire un rôle contra-cyclique. Les hausses des déductions d'impôts pour enfants et du minimum vieillesse sont compensées par la suspension de la baisse du taux de l'impôt sur le revenu et la non revalorisation des tranches du barème. La restriction budgétaire (impulsion négative de 0,6 point de PIB) s'ajoutera à la faiblesse de la croissance de la masse salariale pour freiner la consommation des ménages. Le nouveau « miracle économique », annoncé dans le document de programmation, se fonde sur la réédition des mesures d'aide fiscale à l'investissement et sur une amnistie pour la fraude fiscale (exportations illégales de capitaux et revenus d'entreprise et du travail non déclarés). Ces mesures pourraient amener la croissance italienne à 1,6 % en 2002, soit légèrement au-dessus de celle de la zone euro.

France : une certaine résistance...

La France a résisté au ralentissement économique mondial du troisième trimestre 2001. Les dépenses des ménages et celles des administrations ont compensé la diminution de l'investissement des entreprises et le déstockage (tableau 3). Les enquêtes de conjoncture confirment ce tableau de ménages relativement préservés face à des entreprises inquiètes.

TABLEAU 3 : LA CROISSANCE EN FRANCE AU 3^{EME} TRIMESTRE 2001

	Part dans le PIB en 2000	2001 T3 en %	2001 T3 contribution	2001 acquis en %
Dépenses des ménages	58,6	1,2	0,7	2,5
Dépenses des administrations	26,5	0,8	0,2	2,3
FBCF des entreprises	12,2	- 0,1	0,0	4,0
Variations de stocks	0,7	-	- 0,4	
Solde extérieur	2,1	-	0,0	- 0,1
PIB	100	0,5	0,5	2,1

Sources : INSEE, calculs OFCE.

Pour le proche avenir, deux scénarios sont envisageables : soit les entreprises continuent à réduire leurs investissements et, du fait de la réduction de leur activité, persistent dans le ralentissement des créations d'emplois. Faute de revenu, la consommation des ménages ralentit, entraînant l'économie dans une spirale récessive. Soit la croissance du revenu des ménages se maintient, portée par les gains de pouvoir d'achat provenant tant du dynamisme des salaires que des baisses de prix des produits pétroliers et alimentaires ; la consommation suffit à maintenir la croissance à un rythme annuel de l'ordre de 2 %. Compte tenu de la faiblesse tendancielle des gains de productivité, l'emploi conserve une croissance positive, contribuant à la hausse du revenu des ménages. L'économie française conserve alors une croissance modérée, en attendant la reprise mondiale de la mi-2002.

Les entreprises sont pessimistes...

Les indicateurs d'activité sont au plus bas. En novembre 2001, les perspectives de production des industriels étaient au niveau de 1993. Les carnets de commande de l'industrie sont dégradés. La production a baissé au cours des trois derniers mois. Les secteurs les plus en amont sont les plus touchés. Les perspectives d'investissement sont négatives pour 2002, ce qui pèse sur la production de biens d'équipement. L'activité des biens intermédiaires est fortement dégradée. Malgré la diminution des stocks au troisième trimestre, les entreprises considèrent encore en novembre que leur niveau est élevé. Pour les biens de consommation, seules les exportations sont touchées en novembre, du fait de la bonne tenue de la consommation intérieure. La conjoncture dans les services s'est nettement dégradée, mais l'activité dans le bâtiment s'est stabilisée à un niveau élevé. Dans le commerce, les volumes de vente sont en baisse, mais les intentions de commandes se redressent. Dans une situation de

ralentissement économique, le dynamisme des coûts salariaux a provoqué une nette réduction des marges et une hausse de la part des salaires dans la valeur ajoutée au premier semestre. Les entreprises prévoient de réduire leurs investissements dans les prochains trimestres. Enfin, les perspectives d'emplois des entreprises se sont nettement détériorées en novembre.

... mais la consommation reste dynamique

Le pouvoir d'achat de la masse salariale avait ralenti au deuxième trimestre du fait de l'accélération des prix des produits pétroliers et alimentaires. Au second semestre 2001, le ralentissement de l'emploi devrait être largement compensé par la hausse des salaires réels. La baisse du prix du pétrole et des autres matières premières importées ainsi que le retour progressif à la normale des prix alimentaires a réduit l'inflation au troisième trimestre (de 0,9 % au deuxième trimestre à 0,2 %), stimulant le pouvoir d'achat des ménages de 0,7 %. De plus, l'accélération des salaires, imputable à la fin de la modération salariale liée aux 35 heures, apporte un peu de pouvoir d'achat. En 2000, le salaire mensuel de base avait augmenté à un rythme annuel de 2 % ; depuis le début de l'année 2001, ce rythme est passé à 2,8 %.

Les ménages anticipent une hausse du chômage dans les mois à venir. Par contre, l'indicateur résumé d'opinion des ménages s'est stabilisé en octobre et s'est quelque peu redressé en novembre après une dégradation pendant les neuf premiers mois de l'année. Les ménages jugent leur situation financière personnelle bonne et anticipent un ralentissement de la hausse des prix. Après plusieurs mois de baisse, l'activité dans le commerce de détail s'est stabilisée.

La répercussion du bas niveau du prix du pétrole et l'apurement des effets des crises alimentaires devraient se traduire par une nouvelle baisse de l'inflation qui soutiendra le pouvoir d'achat des ménages dans les trimestres qui viennent. Par ailleurs, la politique économique soutient le revenu des ménages par la réactivation des emplois aidés et la distribution de pouvoir d'achat : les réductions d'impôts représentent 0,4 % du revenu des ménages en 2002 auquel s'ajoute 0,15 % de revenu au début de l'année avec la prime à l'emploi. A taux d'épargne constant, le PIB se trouverait stimulé de 0,3 point. Les craintes quant à la situation conjoncturelle peuvent cependant induire un comportement attentiste des ménages et une hausse de leur taux d'épargne.

Allemagne - France : une certaine disparité

Fin 2001, la bonne tenue de l'activité en France contraste avec l'atonie de l'économie allemande. Au troisième trimestre 2001, le glissement annuel du PIB atteint 0,5 % en Allemagne contre 2 % en France. Les exportations allemandes ont pourtant mieux résisté que les françaises, alors que les États-Unis sont un débouché légèrement plus important pour l'Allemagne. Celle-ci a bénéficié du dynamisme des pays d'Europe de l'Est, relativement épargnés par le ralentissement mondial de l'activité. La bonne tenue des exportations allemandes contraste avec une demande intérieure largement en retrait sur celle de la France. Quasiment stable du troisième trimestre 2000 au troisième trimestre 2001 en Allemagne, la demande intérieure a progressé de 2,7 % en France. Cette divergence s'explique pour beaucoup par les évolutions des revenus des ménages, en particulier de la masse salariale.

Les allègements de prélèvements obligatoires dont ont bénéficié les ménages en 2001 sont d'une ampleur équivalente : 0,9 % du revenu disponible. Par contre, le pouvoir d'achat de la masse salariale s'est accru de 8,1 % en France contre 0,8 % en Allemagne pour la période 2000-2001 (tableau). 1,3 des 7,3 points d'écart s'explique par l'activité plus vigoureuse en France. L'évolution du salaire nominal d'un salarié à temps plein est modérée et similaire dans les deux pays. Ce sont les modalités de la mise en œuvre du partage du travail qui expliquent l'essentiel de la divergence. En Allemagne, la plupart des créations d'emplois correspondent à des *petits boulots*, d'une très faible durée de travail, ce qui pèse sur les revenus distribués. En salaire par tête, l'écart représente 1,5 point. En France, la modération des salaires mensuels masque la hausse du salaire horaire consécutive au passage aux 35 heures. Cependant, celui-ci a dynamisé l'emploi : les créations d'emplois induites expliquent 2,2 points de l'écart entre la France et l'Allemagne. Par ailleurs, la productivité du travail horaire croît nettement moins vite en France, ce qui induit 1,1 point d'emplois supplémentaires. Enfin, l'inflation a été nettement plus vive en Allemagne qu'en France, ce qui a amputé le pouvoir d'achat des ménages. Une grande partie de la différence provient de décisions divergentes de politique économique. En Allemagne, le

gouvernement a maintenu la montée en puissance de l'éco-taxe et a relevé la vignette auto, majorant l'inflation de 0,5 point au premier trimestre 2001. Dans le même temps, le gouvernement français a instauré un mécanisme de TIPP flottante, qui a amorti l'impact de la hausse du prix du pétrole sur les prix.

En deux ans, en France, le salaire réel par tête a crû de 1,6 % pour une productivité qui baissait de 0,6 % (soit 5,1 % et 2,9 % en chiffres horaires). En Allemagne, le salaire réel par tête a baissé de 1,1 % pour une productivité par tête qui augmentait de 2,7 % (soit 0,2 % et 4 % en chiffres horaires). La différence en salaire réel par unité produite est de 6 %. C'est elle qui explique la bonne tenue de la consommation en France. Les réductions de cotisations employeurs et de taxe professionnelle compensent 2,2 des 2,4 points d'écart entre salaire et productivité en France. L'Allemagne investit de nouveau dans la réduction de la part des salaires ; ce sera peut-être rentable à terme en terme de compétitivité ; mais cette stratégie est très coûteuse à court terme et n'est guère coopérative au niveau européen.

TABLEAU : CROISSANCE CUMULÉE DES DÉTERMINANTS DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MASSE SALARIALE AVANT IMPÔT

En point de %	Croissance cumulée 2000-2001		Écart cumulé 2000-2001 France-Allemagne
	France	Allemagne	
Pouvoir d'achat de la masse salariale (1) + (2) - (3)	8,1	0,8	7,3
(1) Emploi salarié (1a) - (1b) - (1c)	6,5	1,9	4,6
<i>dont</i> : (1a) Activité	5,9	4,6	1,3
(1b) Productivité horaire	2,9	4,0	-1,1
(1c) Horaires	-3,5	-1,3	-2,2
(2) Salaire par tête (2a) + (2b)	4,9	3,4	1,5
<i>dont</i> : (2a) Salaire d'un temps plein	5,3	4,9	0,4
(2b) Effet temps partiel	-0,4	-1,5	-1,1
(3) Inflation	3,3	4,5	-1,2

Sources : INSEE, Statistisches Bundesamt, calculs OFCE.