

L'ÉTÉ MEURTRIER

Perspectives 2002-2003 pour l'économie mondiale *

La croissance mondiale s'enlise dans les doutes et l'aversion généralisée au risque

Après l'euphorie de l'année 2000, les temps sont soudainement devenus plus durs. Trop d'investissements, certains insuffisamment rentables, ont conduit à l'accumulation de surcapacités dans certains secteurs et, combinés à une grande facilité d'accès au crédit, de créances douteuses. La baisse des indices boursiers, amorcée au printemps 2000 et initialement anticipée comme pouvant se faire progressivement, a laissé place à un véritable effondrement des cours. Au dégonflement de la bulle sur les valeurs de nouvelles technologies s'est ajoutée la dégradation des perspectives de croissance. Les Bourses ont retrouvé à l'automne 2002 leur niveau du début de l'année 1997 (graphique 1). De ce point de vue, la bulle a ainsi quasiment été effacée. L'ampleur de la baisse des marchés boursiers de la zone euro est même plus importante que celle des marchés américains pour trois raisons : une baisse plus forte des valeurs du secteur des télécommunications accentuée par la part plus élevée de ce secteur dans la capitalisation boursière ; une baisse plus forte des valeurs du secteur des assurances et des banques ; des perspectives de croissance faible et conditionnées à la reprise américaine.

À l'heure actuelle, rien ne semble pouvoir stopper la chute. Les faillites et les défauts de paiement commencent à se faire plus nombreux. Pour contrer la propagation à l'ensemble de l'économie, le remède de politique économique (s'il est appliqué à temps), depuis Keynes, est connu : stimulation budgétaire pour limiter l'impact négatif sur la sphère réelle et interrompre les enchaînements cumulatifs ; stimulation monétaire pour faire affluer les liquidités et

éviter une spirale de faillites. C'est la politique menée aux États-Unis, et en comparaison avec la conjoncture de la zone euro du premier semestre 2002, le remède semble fonctionner. En effet, par rapport au deuxième semestre 2001, la croissance américaine a été de 1,7 %, alors que celle de la zone euro s'est limitée à 0,4 %.

En Amérique latine, la crise économique et financière des deux plus grandes économies de la zone (Brésil et Argentine) a déstabilisé le reste de la région. Le Mexique profite toutefois de l'effet positif de son appartenance à l'ALENA. Seuls la zone asiatique et les pays d'Europe de l'Est ont tiré leur épingle du jeu. Ces zones ont nettement contribué à la reprise du commerce mondial. Les importations mondiales de marchandises ont recommencé de croître à partir du premier trimestre 2002, à des rythmes similaires à ceux des phases de reprise précédentes. Les États-Unis ont aussi participé au mouvement. Les fortes importations américaines du début de l'année sont cependant en partie dues aux craintes de difficultés d'approvisionnement du fait d'une grève des dockers de la côte Ouest.

* Cette étude résume le dossier à paraître dans le n° 83 de la *Revue de l'OFCE*. Elle a été rédigée par le Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Eric Heyer et Xavier Timbeau, comprend Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valérie Chauvin, Gaël Dupont, Amel Falah, Thierry Latreille, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Hervé Pélérax, Mathieu Plane, Florian Pelgrin, Christine Riffart, Danielle Schweisguth et Paola Veroni. La prévision intègre les informations disponibles au 8 octobre 2002.

GRAPHIQUE 1 : INDICES BOURSIERS

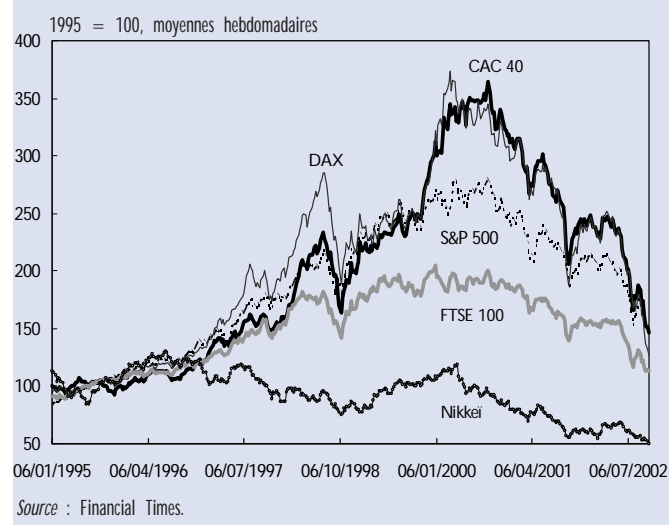


TABLEAU 1 : PRINCIPALES HYPOTHÈSES ET RÉSUMÉ DES PRÉVISIONS

	Trimestres ou semestres												Années		
	2001				2002				2003				2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<i>Prix du pétrole en \$</i> ¹	25,9	27,1	25,3	19,4	21,0	25,1	26,8	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	24,4	25,2	28,0
<i>Matières premières industrielles en \$</i> ²	0,6	- 5,2	- 5,7	- 6,4	4,1	2,5	1,0	1,0	1,0	2,0	2,0	2,0	- 9,0	- 2,8	6,0
<i>Taux de change</i> ¹															
1 € = ...\$	0,92	0,87	0,89	0,90	0,88	0,92	0,98	0,99	1,01	1,02	1,04	1,05	0,90	0,94	1,03
1 \$ = ...yen	118	123	122	124	132	127	119	120	120	120	120	120	121	125	120
1 £ = ... €	1,58	1,63	1,62	1,61	1,63	1,59	1,58	1,58	1,58	1,58	1,58	1,58	1,61	1,59	1,58
<i>Taux d'intérêt courts</i> ¹															
États-Unis	5,3	4,1	3,3	2,1	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,3	2,6	3,7	1,9	2,2
Japon	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zone euro	4,7	4,6	4,3	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	4,3	3,4	3,4
Royaume-Uni	5,7	5,2	4,9	4,1	4,0	4,1	4,0	4,0	4,0	4,3	4,3	4,5	5,0	4,0	4,2
<i>Taux d'intérêt longs</i> ¹															
États-Unis	5,1	5,3	5,0	4,8	5,1	5,1	4,3	4,0	4,2	4,5	4,8	5,0	5,0	4,6	4,6
Japon	1,3	1,2	1,3	1,3	1,4	1,3	1,2	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3	1,5
Zone euro	5,0	5,2	5,1	4,8	5,1	5,3	4,7	4,6	4,7	5,0	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9
Royaume-Uni	4,8	5,1	5,0	4,8	5,1	5,2	4,7	4,6	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9	5,0
<i>Prix consommation</i> ³															
États-Unis	3,4	3,4	2,7	1,9	1,2	1,3	1,6	2,4	2,7	2,6	2,8	2,8	2,8	1,6	2,7
Japon	- 0,4	- 0,7	- 0,7	- 1,0	- 1,5	- 0,8	- 0,8	- 0,8	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,7	- 0,7	- 0,5
Zone euro	2,3	3,1	2,5	2,2	2,6	2,1	2,1	2,2	1,8	1,6	1,6	1,7	2,5	2,2	1,8
Royaume-Uni	0,9	1,5	1,5	1,0	1,6	0,9	1,0	1,4	1,0	1,2	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2
<i>PIB en volume, cvs</i> ²															
États-Unis	- 0,2	- 0,4	- 0,1	0,7	1,2	0,3	0,5	0,5	0,4	0,5	0,7	0,7	0,3	2,2	2,0
Japon	1,0	- 1,2	- 0,7	- 0,7	0,0	0,5	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	- 0,3	- 0,6	1,2
Zone euro	0,5	0,0	0,2	- 0,3	0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	1,5	0,7	1,8
Allemagne	0,6	0,0	- 0,2	- 0,3	0,3	0,3	0,0	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,3	1,5
Italie	0,6	0,1	0,1	- 0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	1,8	0,4	1,6
France	0,3	- 1,0	0,5	- 0,5	0,5	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	1,8	0,9	1,8
Royaume-Uni	0,6	0,3	0,3	0,2	0,1	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	2,0	1,4	2,3
<i>Importations de marchandises en volume, cvs</i> ²															
Monde	- 1,2	- 1,0	- 1,9	- 0,8	0,2	2,4	1,3	1,4	1,4	1,6	1,7	1,8	- 0,5	1,2	6,3
Pays industrialisés	- 1,9	- 1,4	- 2,3	- 0,6	0,1	2,8	1,0	1,1	1,1	1,3	1,5	1,5	- 1,1	1,0	5,4
PED	0,5	- 0,2	- 1,1	- 1,2	0,5	1,3	1,9	2,0	2,1	2,1	2,3	2,3	0,8	1,4	8,4
<i>Balances courantes en points de PIB, cvs</i>															
États-Unis	- 4,1		- 3,7		- 4,7		- 5,0		- 4,8		- 4,8		- 3,9	- 4,8	- 4,8
Japon													2,1	2,5	2,5
Allemagne	- 0,8		1,3		2,0		2,3		2,8		3,0		0,3	2,1	2,9

1. Moyenne sur la période.

2. Période / période précédente, en %.

3. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 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.

Les raisons de la morosité de l'économie sont à chercher dans les développements de la sphère financière. Le recul des prix des actifs a fait prendre conscience aux investisseurs et aux épargnants de l'accroissement du risque. Une nouvelle étape dans la défiance et l'incertitude des marchés financiers a été franchie à partir du début 2002, avec les révélations de malversations comptables entourant la faillite d'Enron puis celles d'autres grandes sociétés américaines. Les grandes sociétés européennes n'ont pas été en reste pour alimenter la chute. Relativement épargné en 2001, le marché obligataire privé a été entraîné dans la tourmente en 2002, tant aux États-Unis que dans la zone euro, ce qui s'est traduit par une forte augmentation des primes de risque sur les obligations privées.

Les banques ont également été affectées par l'aversion au risque. Le recours croissant à des instruments complexes de couverture du risque et la baisse des taux d'intérêt directs leur a néanmoins permis de maintenir leur rentabilité à un niveau assez élevé en 2001. La contrepartie de cette situation encore bonne des banques est, qu'au lieu d'être concentré sur quelques agents, le risque a été disséminé, hors de la portée directe de la politique monétaire. Cette bonne situation doit aussi être nuancée, les banques commerciales américaines s'en sortant mieux que les banques d'affaires, et vice-versa dans la zone euro. D'autre part, l'augmentation du risque de défaut des entreprises a provoqué une plus grande réticence des banques à leur prêter. En revanche, les crédits aux ménages, en particulier les crédits à l'immobilier, jugés plus sûrs, s'en sont trouvés largement favorisés. Le dynamisme des prix de l'immobilier qui en résulte a limité la baisse de la richesse nette des ménages aux États-Unis et au Royaume-Uni. Le fait que la richesse nette des ménages de la zone euro n'ait, elle, pas baissé tient aussi à leur moindre exposition aux actions des patrimoines financiers. Mais ce dynamisme de l'immobilier, en particulier aux États-Unis et encore plus au Royaume-Uni, peut être le signe d'une future bulle immobilière. Qu'elle éclate, et la crise pourrait s'aggraver.

L'incertitude et la défiance généralisée qui prévalent aujourd'hui sur les marchés financiers ont plusieurs conséquences. Le recul des marchés boursiers agit sur l'activité économique en augmentant le coût du capital des entreprises et en engendrant des pertes patrimoniales importantes. L'aversion générale au risque contrecarre les mécanismes habituels de transmission de la politique monétaire, ce qui, en retour, amplifie les difficultés de financement des entreprises. De plus, en termes de rentabilité et de profitabilité, la situation actuelle est, pour deux raisons, très incertaine. En premier lieu, la baisse des profits s'est traduite par une dégradation de la rentabilité économique des capitaux depuis 1997, tant aux États-Unis que dans la zone euro. Les premiers éléments disponibles pour 2002 confirment que les conditions de rentabilité des entreprises sont encore assez mauvaises à la mi-2002. En second lieu, la nécessité de déprécier les survaleurs (*goodwills*) accumulées lors de la période « d'exubérance irrationnelle » déprime les résultats nets des entreprises. L'augmentation de la prime de risque sur les obligations privées a pesé sur la profitabilité des entreprises. L'ensemble de ces éléments explique l'ampleur de l'ajustement de l'investissement aux États-Unis comme dans la zone euro.

Bien que prise dans la même tourmente, chaque conjoncture reste unique

Le rebond de la **croissance américaine** entre la fin 2001 et le début 2002 contraste avec le tassement de la croissance européenne. La vigueur de ce rebond s'est révélée temporaire, mais globalement l'activité est restée largement soutenue par la politique budgétaire. Le dynamisme de la consommation des ménages et de l'investissement résidentiel s'appuie sur une base commune : la croissance du revenu disponible réel (soutenu pour une bonne part par les réductions d'impôts), le bas niveau des taux d'intérêt (grâce à l'activisme de la politique monétaire), la valorisation du patrimoine immobilier. La forte contribution des dépenses publiques reflète en partie l'impulsion donnée par les dépenses militaires. La prudence et les efforts de désendettement des entreprises s'opposent à la frénésie de dépenses des ménages financée par un endettement croissant. L'ajustement de l'investissement s'est donc poursuivi, le taux d'investissement retrouvant son niveau d'avant le *boom*. D'après l'orientation générale des indicateurs conjoncturels, la reprise n'apparaît ni franche ni vigoureuse : le terme de *jobless recovery*, en référence à la récession de 1990-1991, a refait surface.

La **conjoncture japonaise** s'est améliorée depuis le printemps, portée essentiellement par les exportations vers le reste de l'Asie. Cependant, il est peu vraisemblable que cette reprise soit le premier mouvement d'une sortie de la crise qui touche le Japon depuis maintenant une dizaine d'années. Les plans de lutte contre la déflation ne fonctionnent pas et la crise structurelle du système financier se poursuit. À l'horizon de la prévision, la croissance resterait modérée (1,8 % en moyenne annuelle en 2003), portée par le commerce extérieur, mais bridée par la demande intérieure.

Après six mois de quasi-stagnation, la **croissance britannique** a atteint 0,6 % au deuxième trimestre 2002, soutenue pour une bonne part par les exportations. L'économie est restée proche du plein emploi alors que l'inflation est restée inférieure à la cible de la politique monétaire. La consommation des ménages continue d'être le principal moteur de la croissance grâce à la progression des salaires et au bas niveau des taux d'intérêt. L'ampleur de la baisse du taux d'investissement (2 points entre la fin 2000 et la mi-2002) est similaire à celle aux États-Unis.

Au premier semestre 2002, l'essentiel de la **croissance de la zone euro** a été imputable à un ralentissement ou un arrêt du déstockage. L'infléchissement de la croissance à partir du deuxième trimestre 2001 a amené un ajustement de l'emploi qui, compte tenu de délais différents dans les pays européens, s'est généralisé au début 2002. Le pouvoir d'achat du revenu des ménages a aussi pâti de l'accélération de l'inflation, induite par la hausse du prix du pétrole, celle des produits alimentaires (suite aux inondations) et le passage à l'euro fiduciaire. La consommation des ménages a directement souffert de ce ralentissement de la croissance du pouvoir d'achat. L'ajustement de l'investissement (6 trimestres de baisse consécutifs) est le plus important depuis 1993. Les principaux indicateurs conjoncturels confirment tous un scénario de reprise avortée et de tassement de la croissance.

La **croissance allemande** (à peine inférieure à celle de la zone euro en cumulé sur les deux premiers trimestres 2002) est essentiellement imputable au restockage des entreprises. La consommation des ménages est toujours atone. Le recul de l'ensemble des dépenses d'investissement fixe s'est poursuivi au premier semestre à un rythme à peine moins élevé que celui du semestre précédent. Le différentiel de croissance de l'**économie italienne** avec la zone

euro est redevenu négatif au premier semestre. Le ralentissement a certes été plus tardif, mais la croissance de la consommation des ménages et surtout celle de l'investissement sont inférieures à la moyenne européenne. La (faible) croissance crée des emplois, mais génère peu de salaires. La **croissance espagnole**, bien qu'en ralentissement, reste plus dynamique que celle de ses partenaires européens grâce à la progression de la consommation et de l'investissement. Mais l'économie espagnole se distingue aussi par une inflation plus élevée que la moyenne européenne.

Croissance sous surveillance à l'horizon 2003

Les perspectives économiques ne sont pas favorables. Nous n'avons cependant pas retenu le scénario d'une longue récession, comptant sur la capacité du système économique à surmonter les difficultés actuelles. La purge des excès passés (surcapacités, bulle boursière et « argent facile ») explique pourquoi la baisse des marchés financiers a un tel impact sur le cycle réel. Elle est quand même bien avancée, au moins aux États-Unis (à l'exception notable du niveau encore élevé de l'endettement aussi bien des ménages que des entreprises). Le *policy mix* américain contribuera probablement à éviter le pire. Mais la défiance envers les entreprises, la difficulté de la

politique monétaire américaine à relancer l'investissement et le manque de réactivité de la politique économique en Europe inhiberaient des anticipations de croissance plus fortes. Le retour à une croissance soutenue ne pourra se faire avant la fin de l'année 2003, et, même à cet horizon, le taux de croissance potentiel ne serait pas rejoint. En moyenne, 2003 resterait une année de croissance molle dans les grands pays industrialisés (tableau 2).

Les éléments pour un redémarrage franc font en effet défaut. Il n'y a pas encore de motif pour les entreprises à investir. Dans l'hypothèse d'une poursuite de la chute des Bourses, une reprise de l'investissement serait même irréaliste. Mais ce scénario n'a pas été retenu, car les problèmes de financement dans lesquels est pour le moment englué l'investissement sont supposés se résorber progressivement. Quelques signaux positifs sont déjà détectables aux États-Unis. Depuis la fin 2001, les banques déclarant avoir resserré leurs conditions de prêts aux entreprises industrielles et commerciales sont de moins en moins nombreuses. Les efforts pour maîtriser les coûts portent leur fruit, la combinaison de gains de productivité horaire élevée et d'une progression contenue de la rémunération horaire réelle permettent aux coûts salariaux unitaires de baisser depuis la mi-2001. Enfin, les premiers effets de l'ajustement de l'investissement productif sur les surcapacités commencent à se faire sentir aux États-Unis et dans la zone euro. À l'horizon 2003, le maintien de la demande intérieure permettrait aux entreprises de progressivement réviser à la hausse leurs perspectives de débouchés. Mais, combiné à la poursuite de l'ajustement des capacités au moins jusqu'au début 2003, il n'autoriserait un redémarrage de l'investissement au mieux qu'à partir du printemps 2003 (graphique 2).

La consommation privée pâtirait non seulement du changement d'impulsion budgétaire (de positive à nulle aux États-Unis et de quasi-nulle à négative dans la zone euro), mais aussi du comportement des entreprises. Les contraintes sur l'investissement limiteraient en effet le rythme de croissance de l'activité et donc du revenu des ménages. Le redressement attendu du taux de marge contraindrait également les évolutions des revenus salariaux dans certains pays. Dans la zone euro, la poursuite du mouvement de désinflation viendrait quelque peu limiter cette remontée du taux de marge et serait favorable à l'évolution du pouvoir d'achat. Le taux d'épargne, déjà à un bas niveau dans un nombre important de pays, ne devrait plus guère baisser. Il ne devrait pas non plus remonter brutalement,

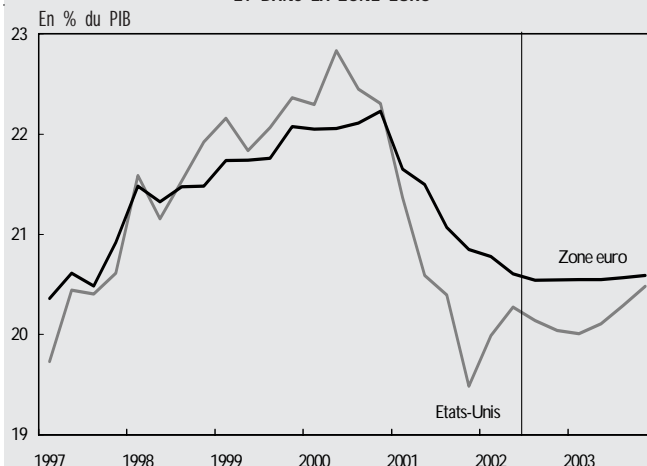
	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2001	2002	2003
Allemagne	5,2	0,7	0,3	1,5
France	4,0	1,8	0,9	1,8
Italie	3,7	1,8	0,4	1,6
Espagne	1,9	2,7	1,9	2,4
Pays-Bas	1,0	1,1	0,2	0,8
Belgique	0,7	1,0	0,5	2,2
Autriche	0,5	0,8	0,3	1,6
Finlande	0,3	0,7	1,3	3,7
Portugal	0,4	1,6	0,8	1,4
Grèce	0,4	4,1	3,4	3,8
Irlande	0,2	5,0	3,0	4,0
Zone euro	18,3	1,5	0,7	1,8
Royaume-Uni	3,5	2,0	1,4	2,3
Suède	0,6	1,4	1,7	2,2
Danemark	0,4	1,0	1,6	1,8
Union européenne	22,7	1,6	0,9	1,9
Suisse	0,6	0,8	0,0	1,6
Norvège	0,3	1,5	1,3	1,7
Europe	23,6	1,6	0,9	1,8
États-Unis	22,7	0,3	2,2	2,0
Japon	9,1	-0,3	-0,6	1,2
Canada	2,0	1,5	3,3	2,8
Pays industriels	57,4	0,8	1,2	1,8
Chine	9,7	7,3	7,7	7,6
Autres pays d'Asie	13,4	3,4	5,7	5,3
Amérique latine	6,2	0,1	-1,3	2,7
Russie	2,2	4,9	3,8	4,1
PECO	2,5	3,8	3,0	3,8
Afrique	4,1	3,7	3,0	3,0
Moyen-Orient ²	4,5	1,8	3,9	4,2
Monde	100,0	2,0	2,6	3,2

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

2. Y compris Turquie.

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

GRAPHIQUE 2 : TAUX D'INVESTISSEMENT TOTAL * AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO



* Investissement fixe et variations de stocks en pourcentage du PIB (en volume).

Sources : BEA, Eurostat, OCDE, calculs et prévisions OFCE.

si l'on écarte le risque d'une prise de conscience tardive mais brutale des moins-values boursières. Les évolutions les plus récentes des prix de l'immobilier indiquent un certain tassement. Aucune bulle immobilière ne se concrétiserait à l'horizon de la prévision. Le risque d'un éclatement, dommageable, est donc écarté. Le patrimoine immobilier des ménages continuerait de s'apprécier, permettant à leur endettement de rester soutenable par rapport à leur actif. La fragilité de cet équilibre ajouterait aux précédentes contraintes et pèserait sur le rythme de croissance de la consommation. Cette dernière n'accélélerait pas significativement d'ici la fin 2003, mais ne s'écroulerait pas non plus.

Le prix du pétrole, supposé constant au niveau élevé de 28 dollars en raison de l'incertitude au Moyen-Orient et de la prime de risque qui en découle, constituerait également un frein à la croissance.

L'Asie et les pays d'Europe de l'Est offrirait une bouffée d'oxygène, avec des croissances dynamisées par une synergie propre à leur zone d'appartenance. Le commerce mondial ne retrouverait pas les rythmes de croissance de la deuxième moitié des années 1990, mais plutôt ceux des cycles précédant cette période exceptionnelle, en cohérence avec des rythmes de croissance mondiale eux aussi plus faibles.

La mise à l'épreuve des *policy mix*

Lors de sa réunion du 24 septembre, la Réserve fédérale a maintenu inchangé le taux des *federal funds* à 1,75 %. Jusqu'à présent, la *policy mix* a exercé un effet contra-cyclique important, la politique monétaire et la politique budgétaire étant expansionnistes. L'impulsion de la politique budgétaire s'est faite selon un calendrier quasi-parfait par rapport au ralentissement de l'activité et l'entrée en récession en mars 2001. L'ensemble des mesures ont abouti à une impulsion de 0,6 point de PIB en 2001, puis de 2,3 points en 2002 (tableau 3). Du côté de la politique monétaire, deux scénarii sont possibles compte tenu des doutes actuels sur son efficacité. Le premier suppose que les stimuli monétaires surtout et dans une moindre mesure la relance budgétaire ne parviennent plus à soutenir la consommation des ménages, ni à relancer l'investissement. L'économie américaine serait alors soumise à la déflation. Ce scénario n'a cependant pas été retenu car les données disponibles aujourd'hui suggèrent que ce risque de déflation peut être écarté. Le second scénario suppose au contraire que les stimuli monétaires déjà en place (depuis

maintenant un an et demi) sont suffisants pour faire repartir l'économie. La politique monétaire resterait expansionniste à l'horizon 2003 parce que le niveau d'endettement des ménages, la situation financière des entreprises et les incertitudes sur la solidité de la reprise l'y incitent. La Réserve fédérale maintiendrait le niveau actuel du taux des *federal funds* au moins jusqu'au printemps 2003, pour amorcer ensuite une remontée de 25 points de base par trimestre.

En Europe, la *policy mix* est dans une orientation opposée. La politique monétaire n'est guère accommodante et la politique budgétaire devient progressivement restrictive. Presque tous les pays de la zone euro se lancent en effet dans des politiques d'assainissement budgétaire en 2003, particulièrement importantes en Allemagne, au Portugal et aux Pays-Bas. Ces mesures permettraient certes de réduire le déficit de la zone euro de 2 à 1,8 % du PIB, mais ce choix de politique budgétaire, similaire à celui du milieu des années 1990, devrait au mieux engendrer une croissance molle, l'impulsion budgétaire correspondante étant négative. Lors de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, la BCE a laissé inchangé son taux minimal de refinancement à 3,25 %. Pourtant, la faiblesse persistante de l'investissement et le tassement de la consommation combinés au ralentissement de l'inflation et à la hausse (timide) de l'euro rendent cette position attentiste plutôt restrictive. Ce taux resterait à ce niveau jusque fin 2003.

La Banque d'Angleterre n'a plus baissé son taux directeur depuis novembre 2001. Le niveau du taux directeur (4 %) autorise une marge de manœuvre pour une éventuelle baisse, mais le Comité de politique monétaire semble laisser à la politique budgétaire le soin de soutenir la croissance. Le taux *repo* resterait inchangé jusqu'au printemps 2003, attendant la confirmation de la reprise, et remonterait ensuite de 50 points de base d'ici la fin 2003.

La capacité des autorités monétaires et budgétaires japonaises à stimuler l'économie est toujours limitée par la déflation dans laquelle est piégée l'économie depuis bientôt quatre ans. Le déficit public important et la dette galopante limitent également les marges de manœuvres budgétaires. Le déficit public s'établirait à presque 8 % du PIB en 2003. La Banque du Japon n'augmenterait pas son taux directeur à l'horizon de la prévision. L'appréciation du yen vis-à-vis du dollar (d'un niveau proche de 135 yens pour un dollar au début de l'année à un niveau de 120 en septembre) ne se poursuivrait pas.

La satisfaction tirée de l'appréciation rapide de l'euro par rapport au dollar durant les premières semaines de l'été 2002 a vite laissé place à la désillusion. La parité, atteinte brièvement, n'a pas résisté à la dégradation des perspectives de croissance européenne. Paradoxalement (les perspectives de croissance aux États-Unis n'étant guère meilleures), le dollar a mieux tiré son épingle du jeu. Il a été soutenu par les achats nets de titres, publics et privés, américains. Il a continué de s'accumuler dans les réserves officielles de la plupart des pays asiatiques, ces derniers cherchant à éviter une appréciation de leur monnaie. De plus, le dollar reste la monnaie de référence internationale, et une dépréciation entraînerait plus de problèmes qu'elle n'en résoudrait. En revanche, même si la zone euro pâtit toujours de certaines rigidités structurelles et d'un *policy mix* défavorable, les États-Unis pourraient être durablement moins attractifs en raison de la persistance de leur déficit courant et de la question de sa soutenabilité, mais aussi en raison des doutes (non encore levés) sur la transparence des comptes des entreprises et sur la rentabilité intrinsèque du capital ■

TABLEAU 3 : POSITIONS BUDGÉTAIRES EN EUROPE ET AUX ÉTATS-UNIS

Croissance du PIB En %	2000	2001	2002	2003	Moyenne 1999-2003
	États unis	3,8	0,3	2,2	
Zone euro	3,5	1,5	0,7	1,8	1,8
Royaume-Uni	3,1	2,0	1,4	2,3	2,1
Solde public (hors UMTS) En % du PIB	2000	2001	2002	2003	Variation 2000-2003
	États unis	2,3	0,4	-1,9	
Zone euro	-0,9	-1,5	-2,0	-1,8	-0,9
Royaume-Uni	1,6	0,8	-1,0	-1,7	-3,3
Impulsion budgétaire En points de PIB	2000	2001	2002	2003	Moyenne 2000-2003
	États-Unis	-0,3	0,6	2,3	
Zone euro	0,5	0,2	-0,1	-0,5	0,0
Royaume-Uni	0,1	0,9	1,2	0,7	0,7

Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévisions OFCE.

FRANCE : FIN DE L'ÉCHAPPÉE

Perspectives 2002-2003 pour l'économie française

Durant la période 1997-2000, la France a connu une très forte croissance avec un taux moyen de 3,6 % par an, soit 0,7 point au-dessus de la croissance enregistrée dans la zone euro. En 2001, la progression du pouvoir d'achat des ménages, dans un contexte de ralentissement généralisé, a permis à l'économie française de mieux résister que les États-Unis et ses principaux partenaires européens, notamment l'Allemagne et l'Italie avec une croissance de 1,8 % en moyenne contre 1,5 % chez nos partenaires européens.

Pour 2002 et 2003, l'économie française progresserait de manière modérée, à des rythmes très proches de ceux anticipés dans la zone euro : la croissance dans l'hexagone serait, en moyenne annuelle, de 0,9 % en 2002 et 1,8 % en 2003.

Un changement de cap ...

Le scénario retenu s'écarte sensiblement de celui décrit au printemps dernier. Nous faisons alors l'hypothèse d'une reprise amorcée par un ralentissement du déstockage au premier semestre 2002. La reprise de l'économie mondiale à la mi-2002, associée à l'assainissement des comptes des entreprises, devait permettre une reprise de l'investissement qui aurait retrouvé son rôle moteur dès le deuxième semestre 2002. En 2003, la poursuite de cette tendance aurait permis à la croissance d'atteindre un rythme annuel proche des 3 %, croissance toujours légèrement supérieure à celle de la zone euro.

... dû à une révision des comptes trimestriels ...

La première explication de notre révision de croissance réside dans un changement de point de départ. Dans la dernière version des comptes trimestriels, l'INSEE a révisé la croissance pour les deux dernières années : alors que celle de 2000 a été une fois encore révisée à la hausse (4,2 % au lieu de 3,6 %), celle de 2001 l'a été à la baisse (1,8 % contre 2 % initialement annoncée).

Cette modification des comptes ampute de 0,3 point notre prévision de croissance 2002 faite au printemps et explique la moitié de notre révision. L'acquis de croissance à la fin d'année 2001 serait de - 0,15 %, et non de 0,2 % comme l'INSEE l'indiquait à cette époque. A scénario inchangé, i.e. avec une reprise de l'économie dès le second semestre, la croissance en 2002 serait de 1,2 %.

La bonne résistance de l'investissement des entreprises en 2001 est surprenante et conduit à apporter une deuxième explication à la révision de notre scénario.

... à une analyse différente du comportement des entreprises...

Alors qu'à partir de 2001, les entreprises américaines et allemandes ont entrepris une correction drastique de leur taux d'investissement, celui des sociétés françaises est resté stable à des niveaux élevés. Dans le même temps, le taux d'utilisation des capacités de production en France s'est maintenu à un niveau supérieur à celui de nos partenaires.

La conjonction de ces deux phénomènes pouvait laisser penser que l'économie française était plus contrainte que les autres par ses capacités de production, limitant alors la correction de l'investissement à l'horizon de notre prévision.

Cette spécificité semble difficile à expliquer. Les principaux déterminants de l'investissement jouent dans le sens d'une correction plus forte. Ce maintien du taux d'investissement est en décalage avec le moindre recours des entreprises aux crédits, le ralentissement des émissions d'actions et surtout les variations de la demande dont les perspectives à l'échelle mondiale demeurent toujours faibles.

Par ailleurs, l'arrêt du déstockage, attendu en France au premier semestre 2002 et suggéré par les enquêtes qualitatives, n'apparaît pas dans les comptes trimestriels, alors qu'il s'est produit aux États-Unis, en Allemagne et en Italie, pays dans lesquels la correction de l'investissement a été forte.

Cette particularité des entreprises françaises — taux d'investissement et déstockage plus fort que chez ses partenaires — n'en est peut-être pas une : en l'absence d'indicateurs conjoncturels quantitatifs, le ralentissement de la formation brute de capital (variations de stocks et investissement) a pu être attribué par erreur aux variations de stocks plutôt qu'à l'investissement, ce qui explique le niveau élevé du taux d'investissement productif français relativement à la demande.

Il est possible alors qu'une partie de l'ajustement des capacités ait déjà eu lieu — c'est du moins ce que nous indique notre modèle économétrique — atténuant par ailleurs l'impact du déstockage en 2001.

Cette révision de l'analyse du comportement passé des entreprises modifie inévitablement le diagnostic sur l'économie française en 2002. En diminuant davantage leurs investissements, les entreprises devront réduire plus longtemps leur activité et celle de leur fournisseurs (effet multiplicateur). L'emploi sera affecté et par là-même le revenu des ménages, induisant un ralentissement de la consommation. L'activité se contractera, justifiant une réduction supplémentaire de l'investissement (effet d'accélérateur). Toutes les composantes de la demande, à l'exception de la dépense publique, seront ainsi ralenties en 2002 et 2003.

TABLEAU 1 : CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DU PIB

Moyennes annuelles en %	2000	2001	2002	2003
Taux de croissance du PIB	4,2	1,8	0,9	1,8
Dépenses des ménages	1,7	1,4	0,9	1,0
Investissements et stocks des entreprises	1,5	- 0,6	- 0,8	0,0
Dépenses des administrations	1,0	0,8	0,7	0,6
Total de la demande intérieure	4,2	1,6	0,8	1,6
Solde extérieur	- 0,1	0,2	0,1	0,1
Taux de croissance du PIB (zone euro)	3,5	1,5	0,7	1,8

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE, prévision e-mod.fr pour 2002 et 2003.

TABLEAU 2 : ÉQUILIBRES RESSOURCES-EMPLOIS EN BIENS ET SERVICES

	Niveau (Mds € 95) 2000	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %		
		2002				2003				2001	2002	2003
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 344	0,5	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	1,8	0,9	1,8
Importations	365	2,2	0,6	1,0	1,2	1,4	1,5	1,6	1,6	0,8	0,2	5,3
Consommation des ménages	724	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	2,7	1,7	1,6
Consommation des administrations	307	0,8	0,9	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	2,4	2,7	1,9
FBCF totale, dont :	268	0,4	0,1	-0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	2,7	0,1	1,3
- Entreprises ¹	164	0,6	-0,4	-0,7	0,1	0,3	0,5	0,5	0,6	3,1	-0,5	0,7
- Ménages	64	-0,2	1,0	0,1	0,6	0,6	0,1	0,2	0,3	-0,8	0,4	1,5
- Administrations	40	0,3	0,6	2,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	6,2	2,1	3,4
Exportations	392	1,4	1,5	0,9	1,2	1,3	1,4	1,6	1,6	1,5	0,6	5,3
Variations de stocks (contribution) ¹	8 839	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,7	0,0
Demande intérieure totale hors stocks	1 308	0,5	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	2,7	1,6	1,6

1. L'investissement des entreprises est, en prévision, augmenté des variations de stocks. Cela revient à réaliser la prévision de l'investissement sous l'hypothèse d'une contribution nulle des stocks à la croissance.

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle e-mod.fr à partir du troisième trimestre 2002.

TABLEAU 3 : QUELQUES RÉSULTATS SIGNIFICATIFS

	Evolutions trimestrielles								MA ³ GA ⁴		MA ³ GA ⁴		MA ³ GA ⁴	
	2002				2003				2001		2002		2003	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
Emploi total (en milliers)	68	12	-34	-2	9	-14	-5	0	498	366	163	44	-20	-10
Nombre de chômeurs ¹ (en milliers)	19	31	44	12	1	24	15	15	-183	-28	99	106	69	55
Taux de chômage ¹ (en %)	9,0	9,0	9,2	9,2	9,2	9,3	9,4	9,4	8,8	-0,1	9,1	0,3	9,3	0,2
Prix à la consommation (en %)	0,7	0,8	-0,1	0,4	0,5	1,0	0,1	0,4	1,6	1,4	1,8	1,9	1,8	1,9
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,7	1,1	0,5	0,6	0,8	0,6	0,6	0,6	4,6	4,3	3,4	3,0	2,7	2,7
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,6	0,9	0,4	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	3,4	3,4	3,0	2,6	2,6	2,6
<i>Ménages</i>														
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	-0,3	1,1	0,2	0,5	0,0	0,4	0,4	0,4	3,5	2,7	2,6	1,5	1,3	1,2
Taux d'épargne (en %)	16,5	17,0	17,0	17,0	16,7	16,7	16,6	16,5	16,1		16,9		16,6	
Taux d'épargne financière (en %)	7,9	8,3	8,1	8,2	7,8	7,9	7,8	7,7	7,3		8,1		7,8	
<i>Entreprises</i>														
Taux de marge (en %)	30,5	30,3	30,6	30,9	31,2	31,5	31,7	32,0	31,6		30,6		31,6	
Taux d'investissement (en %)	18,2	18,0	17,9	17,7	17,7	17,6	17,6	17,6	18,4		18,0		17,6	
Taux d'autofinancement ² (en %)	63,6	64,6	69,9	72,8	73,7	74,6	75,3	76,2	69,4		67,7		74,9	
<i>Administrations</i>														
Capacité de financement/PIB (en %)	-1,9	-2,3	-2,8	-3,2	-2,8	-2,9	-2,9	-2,9	-1,5		-2,6		-2,9	
Taux de prélèvement obligatoire (en %)	45,3	45,0	44,7	44,5	44,8	44,7	44,7	44,7	45,4		44,9		44,7	
<i>Taux d'intérêt</i>														
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	5,1	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	4,9	4,7	5,2	5,2	5,2	5,2
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	4,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4

1. au sens du BIT.

2. Épargne brute/FBCF.

3. MA : Moyenne annuelle.

4. GA : Glissement annuel.

TABLEAU 4 : LES HYPOTHÈSES D'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET LES SOLDES EXTÉRIEURS

	Evolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2002				2003				2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de produits marchandises adressée à la France (en %)	-0,3	1,6	0,9	1,2	1,2	1,4	1,5	1,6	0,5	0,3	5,2
Prix des concurrents en devises (en %)	0,4	0,4	8,5	1,3	1,9	1,3	1,5	1,0	2,1	5,9	9,2
Prix du pétrole en \$	21,0	25,1	26,8	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	24,5	25,2	28,0
Prix des importations en euros (en %)	0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,1	-1,3	1,4
Prix des exportations en euros (en %)	0,1	0,2	0,1	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,1	1,9
Solde des biens et services (Mds d'euros)	6,8	8,0	8,3	8,6	8,8	9,0	9,1	9,3	25,1	31,8	36,2

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle e-mod.fr à partir du troisième trimestre 2002.

... et à une dégradation des anticipations

Depuis le début de l'année 2002, une multiplication de signaux confirment que le point de retournement a été atteint à la fin de l'année dernière. Cependant, cette amélioration des indicateurs s'est brutalement interrompue, tant en Europe qu'aux États-Unis, donnant crédit à l'hypothèse d'un essoufflement de la reprise amorcée au premier semestre. Les incertitudes (tensions internationales, orientation de la politique économique, défiance vis-à-vis des entreprises...) sont devenues trop nombreuses et ne pourront être levées avant 2003. Selon l'indicateur avancé de l'OFCE, qui repose fondamentalement sur l'information contenue dans les enquêtes de conjoncture, le taux de croissance serait de 0,25 % au troisième trimestre et de 0,45 % au quatrième. La situation présente conduit à anticiper un retour à la croissance potentielle seulement après 2003.

La fin de la spécificité française

De 1997 à 2000, sur les quatre années cumulées, la France a enregistré la plus faible inflation des grands pays d'Europe, la plus forte croissance et le plus important excédent de la balance des paiements. Ce meilleur résultat de l'économie française s'explique essentiellement par des facteurs internes et, pour beaucoup, par les bonnes performances enregistrées sur le marché du travail. Celles-ci sont à l'origine de l'évolution favorable des revenus, qui a permis aux ménages à la fois de maintenir un rythme de consommation sensiblement supérieur à celui de leurs homologues européens tout en augmentant leur taux d'épargne.

Durant cette période, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) des ménages a crû à des rythmes proches ou supérieurs à 3 %. Cette évolution était en ligne avec la croissance enregistrée en 1998 et 1999. Par la suite, elle a résulté d'un partage des revenus nettement en faveur des ménages, au détriment des entreprises.

Le maintien d'une telle évolution n'est pas soutenable à terme et ce tout particulièrement lorsque les perspectives de croissance rapide s'éloignent. Dans un tel contexte, les entreprises cherchent à restaurer leur taux de marge, qui se situe actuellement à l'un des plus bas niveaux depuis vingt ans, en différant leurs investissements et en comprimant les coûts salariaux.

À cet égard, même si pour l'heure il résiste, l'emploi commence à s'ajuster. L'écart des créations d'emplois entre la France et ses principaux partenaires européens s'estompe, sous l'effet conjugué du ralentissement de l'activité et de l'épuisement des effets des politiques spécifiques d'emploi (35 heures, emplois-jeunes) ainsi que d'un moindre recours aux contrats emploi-solidarité. Le taux de croissance de l'emploi français, qui était, au deuxième trimestre 2001, supérieur de 1 point à la moyenne de l'UE, converge progressivement vers elle. En 2003, la France devrait retrouver les mêmes évolutions de croissance et d'emplois que la moyenne de l'Union européenne.

La hausse du chômage devrait se poursuivre et atteindre 9,4 % à la fin 2003, menaçant le principal moteur de la croissance en France, la consommation.

Pour la première fois depuis quatre ans, l'inflation en Allemagne est repassée en 2002 sous l'inflation française. En août, le glissement annuel de l'indice des prix harmonisé était de 1,8 % en France contre 1,0 % en Allemagne, celui de l'indice sous-jacent hors énergie et alimentation de 2,1 % et 1,4 %.

Le rythme de croissance annuel de la consommation devrait ralentir sensiblement en 2002 et 2003 par rapport aux cinq dernières années (1,6 % contre 3,2 %), et ceci malgré les mesures de réduction d'impôts prises par le gouvernement et une baisse de 0,5 point du taux d'épargne des ménages.

D'une contrainte à l'autre

La situation actuelle est proche de celle rencontrée au cours de la première moitié des années 1990. À cette époque, le faible taux de croissance fut en grande partie le résultat d'une politique économique peu accommodante, donnant la priorité à la désinflation compétitive et à la monnaie unique.

Les nouvelles règles du jeu de la politique économique en Europe lient la politique monétaire à la conjoncture de l'ensemble de la zone euro et réduisent les marges de manœuvre de la politique budgétaire, même en cas de ralentissement conjoncturel. La volonté de réduire rapidement les déficits ne paraît pas adaptée à la situation économique française : la réduction du chômage suppose que le rythme de croissance soit supérieur à son potentiel de long terme.

En 2002, la baisse de 0,5 point de PIB du taux de prélèvements obligatoires permet à la politique budgétaire d'être expansionniste, ce qui, compte tenu du ralentissement économique, détériore fortement les comptes publics. La loi de finances pour 2002 prévoyait que le déficit des administrations se stabiliserait à 1,4 % du PIB cette année. Il sera finalement de l'ordre de 2,6 % du PIB. L'essentiel de la différence (0,8 point de PIB) s'explique par l'écart de croissance : le PIB devrait croître de 0,9 % en 2002 contre 2,5 % prévus en loi de finances initiale pour 2002.

En 2003, la politique budgétaire devient légèrement restrictive : la volonté de ne pas dépasser 3 % de déficit public limite les marges de manœuvre du gouvernement. Les dépenses publiques ralentiraient à 1,7 % de croissance en volume et les prélèvements obligatoires seraient réduits de 0,2 point de PIB. Le déficit public français atteindrait 2,9 %. L'écart avec la prévision de déficit du gouvernement s'explique par la différence de diagnostic, ce dernier prévoyant une croissance de 2,5 % en 2003. Malgré la politique rigoureuse annoncée par le gouvernement français, la Commission européenne critique ouvertement l'absence de redressement rapide des comptes publics. Elle aurait souhaité une politique plus franche de réduction des déficits, à l'image de ce qui est prévu en Allemagne. En cas de récession, le seuil de 3 % de déficit sera franchi. Pourtant, si une politique de redressement était suivie dans l'ensemble des grandes économies européennes, cela détériorerait encore plus une conjoncture économique incertaine. La France et l'Europe auraient plutôt besoin de politiques de soutien, à l'image de la politique budgétaire américaine. ■