

UN MONDE SI FRAGILE...

Perspectives 2001-2002 pour l'économie mondiale *

Les attentats du 11 septembre 2001 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. 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 est grand de voir s'enclencher un processus récessif auto-validant. En sens inverse, la Fed a baissé quasi immédiatement son objectif de taux d'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. 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 globalement frappée par l'éclatement de cette bulle. 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 est fortement instable puisque les cycles sont synchronisés et que les marchés financiers sont des facteurs de résonance des chocs.

Nous avons retenu un scénario où l'économie mondiale ne connaîtrait qu'une crise de croissance et où, très vite, les facteurs favorables (« nouvelle économie », fin de l'euro-sclérose, dynamisme des zones émergentes) reprendraient le dessus.

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. Les secteurs innovateurs connaîtraient un long passage à vide, 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, 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 la reprise des innovations permettraient une reprise de l'investissement privé. La croissance atteindrait 3 % l'an au second semestre 2002 dans la zone euro et aux États-Unis. La baisse du chômage reprendrait à la mi-2002 dans la zone euro. Le solde public américain serait tout juste équilibré en 2002, tandis que celui de la zone euro connaîtrait un déficit de 1,5 point de PIB.

* 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 5 octobre 2001.

L'Amérique latine connaît à nouveau un retournement brutal d'activité. Si les ajustements des fondamentaux (finances publiques, inflation) depuis la crise de 1998 sont pris en compte par les marchés et si la situation argentine se stabilise, 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 se double pas de nouvelles tensions financières. La croissance en Asie repartirait avec celles des principaux pays industrialisés et du cycle de l'électronique au 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. Après une période de vigoureux rattrapage, la croissance de la Russie ralentirait quelque peu. Les Pays d'Europe centrale et orientale, à l'exception de la Pologne, réussiraient à maintenir une croissance forte mais inflationniste, financée par des investissements directs étrangers.

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, l'OPEP avait été capable de maintenir des prix du pétrole relativement élevés jusqu'aux attentats. Depuis, la réduction de la consommation du transport aérien et les craintes de récession ont fait baissé les prix. Avec la reprise de la croissance mondiale, les prix reviendraient dans la fourchette souhaitée de l'OPEP et avoisineraient 26 dollars en 2002.

SOMMAIRE

Présentation générale	11
Marchés financiers: caisses de résonance	18
Commerce mondial: plus dure est la chute	35
Pétrole: le soutien de l'OPEP, toute raison gardée	42
États-Unis: mobilisation générale	47
Amérique latine à nouveau dans la tourmente	56
Japon: la déflation à l'œuvre	60
L'Asie en développement suit les aléas de la conjoncture mondiale	65
Royaume-Uni: sans perdre l'équilibre	68
Zone euro: une locomotive défaillante	74
Allemagne: le poids lourd de la zone euro	90
Italie: dans la vague sans barreur	96
L'Espagne tire son épingle du jeu	101
Saturation aux Pays-Bas	104
Russie et PECO: croissance et inflation	106

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 technique des années 1996-2000. Pas plus que la fin du communisme n'était la fin de l'Histoire, la nouvelle économie n'était la fin de l'économie. La présente prévision est donc soumise à une triple incertitude.

La première est directement politique : quelles seront dans les trimestres à venir la riposte américaine et ses répercussions sur les relations entre l'Occident et le monde arabo-musulman ? Nous avons fait ici l'hypothèse la plus favorable. La riposte américaine serait parfaitement ciblée ; les pays arabes ne seront pas solidaires des organisations frappées ; ils ne seront pas victimes de troubles islamiques ; la tension et les incertitudes politiques retomberont rapidement.

Il existe certes un autre scénario où la riposte des États-Unis déclencherait une réaction des pays arabes, des gouvernements ou des peuples. La production de pétrole de certains pays pourrait être réduite et les prix pourraient flamber. Même si ce scénario est peu probable, son existence aurait pu entraîner la constitution de stocks de produits pétroliers de précaution et provoquer une hausse du prix du pétrole sur les marchés au comptant et à terme. Le fait est, qu'à la fin septembre, les marchés ne le retiennent pas et se concentrent sur les risques récessifs. Le prix du Brent est de 23 dollars au comptant comme sur les marchés à terme pour le quatrième trimestre 2001 et le premier trimestre 2002. Nous avons donc écarté ce scénario.

Quelles seront les répercussions de ce choc sur l'évolution conjoncturelle ? Les premiers effets à prendre en compte sont d'origine réelle : les États-Unis ont connu une baisse de l'activité au troisième trimestre 2001, que nous avons évalué à 0,3 % de leur PIB trimestriel (arrêt des transports aériens et de l'activité financière, réduction de la consommation). Les coûts pour les assurances seraient de l'ordre de 40 milliards de dollars à l'échelle mondiale ; le gouvernement américain a déjà débloqué 55 milliards pour couvrir les dépenses d'indemnisation et d'opérations militaires. Par contre, les dépenses militaires devraient être plus redéployées qu'augmentées à moyen terme, puisque les programmes les plus coûteux se sont révélés inutiles. Certains secteurs (transports aériens, tourisme) devraient souffrir d'une chute d'activité nette et durable. Ils devraient en conséquence réduire leurs emplois et leurs investissements. Les primes d'assurance et les dépenses de sécurité devraient être fortement augmentées.

Il faut surtout évaluer les effets de ce choc sur les anticipations des agents économiques. Dans une situation où l'incertitude était déjà forte

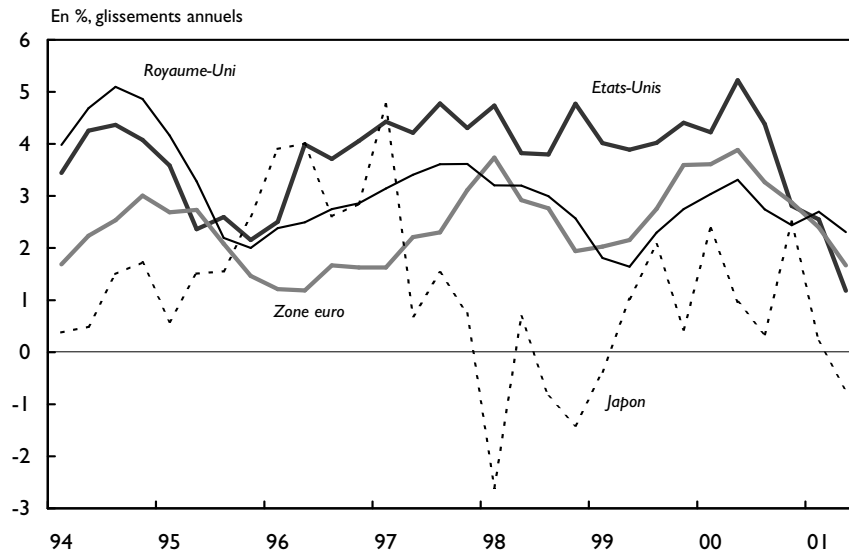
tant pour les perspectives de croissance que pour les évolutions financières, les attentats ont provoqué une nouvelle chute des cours boursiers, de l'ordre de 10 % aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, de 15 % en Europe continentale. Une nouvelle fois, les marchés financiers ont sur-réagi aux événements, contribuant ainsi à déstabiliser l'économie mondiale. La consommation des ménages pourrait être affectée, tant par la chute de la Bourse que par la hausse de l'incertitude, qui peut entraîner un report de certaines dépenses en biens durables. La baisse des cours boursiers accentue encore la fragilité financière de certaines entreprises. L'augmentation de l'incertitude devrait entraîner les firmes à reporter certaines dépenses d'équipement, certains projets d'établissement ou d'extension. Le risque est grand de voir alors s'enclencher un processus récessif auto-validant.

En sens inverse, les autorités monétaires, américaines et européennes, ont réagi de façon positive en diminuant quasi immédiatement les taux d'intérêt de 0,5 à 1 point, même si l'impact de cette baisse devrait être réduit par la quasi-stabilité des taux longs. Aux États-Unis, la politique budgétaire devrait subventionner fortement les secteurs en difficulté (aviation, assurances) et devrait soutenir la consommation des ménages par l'extension de programmes de baisses d'impôt. On peut craindre, par contre, que les politiques budgétaires européennes soient plus timorées. Les autorités monétaires ont réussi à éviter de fortes fluctuations des monnaies. Le choc n'a pas provoqué de baisse du dollar par rapport à l'euro. Certes, l'Europe est moins touchée *a priori* que les États-Unis mais la politique économique s'est montrée plus résolue aux États-Unis. Par contre, le yen a eu tendance à s'apprécier, ce qui sera dangereux pour l'économie japonaise. Enfin, les craintes de récession mondiale et de baisse de l'activité des transports ont provoqué une chute du prix du pétrole, de 27 à 23 dollars le baril de Brent. Cette chute est sans doute excessive, mais le prix du baril devrait tout de même se stabiliser à un niveau plus bas que l'an passé, contribuant ainsi à la désinflation et au soutien de l'activité mondiale.

Ce choc est intervenu dans une situation d'incertitude sur l'activité économique mondiale (graphique 1). Le fort ralentissement de l'année 2001 présentait plusieurs aspects originaux. Le premier est sa globalisation : de même qu'en 2000 l'économie mondiale avait été entraînée par la bulle de la nouvelle économie, des NTIC et des valeurs boursières, de même, en 2001, elle est frappée par la crise de la nouvelle économie : chute puis stagnation de la Bourse, retour à un plus grand réalisme quant aux perspectives des NTIC, saturation rapide des débouchés des nouveaux produits. Aussi, le ralentissement américain s'est-il 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 est donc fortement instable puisque les cycles sont synchronisés et puisque les marchés financiers sont des

facteurs de résonance des chocs. Un autre facteur d'instabilité est que la diffusion des nouveaux produits se fait beaucoup plus rapidement que jadis (comme le montre l'exemple du téléphone portable versus le téléphone fixe). Aussi, les entreprises doivent-elles mettre très rapidement en place de nouvelles capacités de production, puis les réduire tout aussi rapidement. Enfin, l'évolution économique risque à l'avenir de dépendre de façon importante des innovations techniques et de leur succès (ou échec) économique : celles-ci permettent de relancer l'investissement et la demande (tant directement qu'indirectement par des effets boursiers). L'exemple de l'UMTS montre qu'elles ne sont pas toujours au rendez-vous.

I. Évolution du PIB des principaux pays industriels



Sources : BEA, Eurostat, EPA, ONS.

Au-delà de l'évolution cyclique, se pose la question des caractéristiques du nouveau sentier de croissance. Celui-ci est particulièrement incertain. De 1996 à 2000, les États-Unis ont crû de 4,1 % par an (contre 2,4 % de 1991 à 1995), correspondant à 1,6 % d'emploi plus 2,5 % de productivité (au lieu de 1 % et 1,4 %). Faut-il remettre déjà en cause les estimations, faites avant la récession, selon lesquelles leur croissance potentielle serait maintenant de 3,5 % ? Nous ne le pensons pas. L'économie américaine a connu une vague d'innovations techniques qui devraient lui permettre de soutenir durablement un rythme plus élevé de progrès technique, même si elle mettra un certain temps à se relever du choc induit par la bulle technologique et financière.

Grâce à la forte croissance des années 1997 à 2000, le taux de chômage de la zone euro a baissé de 11,5 % à 8,3 %. L'emploi en 2001 est supérieur de 7,2 % à son niveau de 1997, mais l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, la Finlande, la Belgique restent en situation de chômage de masse. L'arrêt de la croissance représente-t-il un choc temporaire de demande causé par un retournement des esprits animaux des entrepreneurs, ou faut-il y voir la butée contre une limite de production potentielle, qui ne pourrait être franchie qu'après de douloureuses réformes structurelles ? Certes, l'inflation a augmenté dans la période récente, ce qui a fortement contribué au ralentissement de la croissance à la mi-2000, mais son augmentation s'explique par la hausse du dollar, des prix pétroliers, des prix alimentaires, de certains impôts indirects, plutôt que par une inflation salariale. Si certaines pénuries de main-d'œuvre sont apparues, elles sont normales en période de hausse de l'emploi et les salaires ont peu progressé. La butée contre une limite d'offre n'a pas été observée dans la période récente. Par contre, l'évolution actuelle remet en cause les scénarios tranquilles de « retour au plein emploi » et de dégonflement automatique de la dette publique qui sont apparus durant la phase d'expansion. Des politiques monétaires et budgétaires de soutien restent nécessaires ; les fluctuations économiques n'ont pas disparu.

Deux scénarios sont envisageables pour le moyen terme. Selon le premier, l'économie mondiale ne connaît qu'un trou d'air, une crise de croissance, et très vite les facteurs favorables (la nouvelle économie, la fin de l'euro-sclérose, le dynamisme des zones émergentes) reprendront le dessus. Selon le second, la nouvelle économie a permis une poussée de croissance, mais celle-ci, en grande partie fondée sur des anticipations illusives, est finie ; après la phase actuelle de dépression les États-Unis et l'Europe retrouveront une croissance modérée. Actuellement, c'est le premier qui nous semble le plus probable. Il demande pour se réaliser des politiques monétaires relativement expansionnistes, des politiques budgétaires de soutien et, surtout, un regain de confiance des investisseurs et des marchés financiers.

La présente prévision tient compte de la situation conjoncturelle au 10 septembre, avant les attentats, du moins telle qu'on pouvait l'évaluer de façon traditionnelle en intégrant les informations conjoncturelles. Malgré quelques signes contradictoires, la reprise semblait peu assurée aux États-Unis : la consommation des ménages semblait présenter des signes de faiblesse, l'investissement productif avait fortement chuté au deuxième trimestre, les entreprises continuaient à déstocker (tableau 1). Le Japon restait plongé dans la récession. La zone euro connaissait deux trimestres de quasi-stagnation, mais l'indicateur avancé de l'OFCE annonçait une reprise timide au quatrième trimestre. Les Bourses mondiales n'avaient pas confirmé leur léger rebond de mai-juin et baissaient de nouveau, ce qui montrait que la reprise de l'investissement

n'était pas à l'ordre du jour, bien qu'elle était envisagée pour le courant 2002. Les attentats de septembre ouvrent une période d'incertitude, qui amène à reculer d'environ six mois la reprise. Mais, en l'absence d'indicateurs conjoncturels fiables, un tel événement perturbe obligatoirement les réponses aux enquêtes, l'incertitude est fortement accrue.

I. Évolution récente de la croissance des grands pays industriels

En %, glissement annuel au deuxième trimestre 2001

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

* Contribution à la croissance.
Sources : Comptes nationaux.

L'année 2001 connaît un net ralentissement de l'économie mondiale puisque la croissance ne serait que de 2,0 % (après 4,4 % en 2000) ; elle 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 encore plus le Japon dans la récession. S'y ajoute un fort attentisme des entreprises qui pèserait sur la croissance en fin d'année 2001 et au début 2002. Les ménages, frappés par la hausse du chômage et la chute de la Bourse, augmenteraient leur taux d'épargne. De la mi-2001 à la mi-2002, la croissance ne serait que de 1 % aux États-Unis et de 1,6 % dans la zone euro. Puis joueraient progressivement des effets favorables : la désinflation (baisse des prix de l'énergie, baisse des prix alimentaires en Europe) fournirait du pouvoir d'achat aux ménages, l'économie américaine bénéficierait d'une politique budgétaire fortement expansionniste, les taux d'intérêt particulièrement faibles permettraient une reprise de l'investissement qui pourrait bénéficier d'une reprise des innovations. Aussi, le second semestre 2002 pourrait voir une croissance au rythme de 3 % l'an dans la zone euro et aux États-Unis.

Les pays émergents avaient connu des croissances vigoureuses en 2000, l'Argentine étant pratiquement la seule exception notable. Leur situation se différencie fortement en 2001. La Turquie connaît une crise grave. Par contre, la Russie continue à connaître une croissance

■ Division économie internationale

satisfaisante, bien que moins vigoureuse que l'an passé. En Europe centrale, la Pologne est touchée par une crise de confiance alors que ses voisins continuent à avoir une croissance satisfaisante, malgré le ralentissement ouest-européen. En Amérique latine, la croissance s'infléchit fortement en 2001 en raison de la crise en Argentine, de ses répercussions au Brésil et du ralentissement américain pour le Mexique. Si la croissance de la Chine reste vigoureuse, les dragons et les tigres connaissent une forte récession industrielle ; ils sont victimes du ralentissement américain, de la crise des NTIC et, de plus en plus, de la concurrence chinoise.

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.

Le prix du Brent a chuté à 23 dollars le baril, tant sur le marché à spot que sur les marchés à terme pour 2002. Comme notre prévision de croissance mondiale est nettement 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. Après une très forte croissance en 2000 (11 % en glissement), le commerce mondial de marchandises se replie nettement au cours de l'année 2001 (- 2,3 %) ; il devrait retrouver une croissance de 6,6 % en 2002.

Bilan des prévisions de croissance début septembre

Début septembre 2001, soit avant les attentats, le *consensus* croyait encore à une nette reprise aux États-Unis en 2002, qui aurait rapidement porté la croissance aux alentours de 3,2 % en rythme annuel au second semestre. Au Japon, les espoirs de reprise ont été une nouvelle fois déçus. Les prévisions pour 2002 étaient déjà très basses. En Europe, la croissance s'était déjà révélée beaucoup plus faible qu'anticipée en mars, tout particulièrement en Allemagne. Les analystes n'anticipaient qu'une reprise modérée en 2002, soit un rythme de croissance de 2,5 % au second semestre 2002.

3. Prévisions de croissance pour 2001

	OFCE ¹	TE ¹	OCDE ²	DP ²	CF ³	TE ³
États-Unis	1,3	1,6	1,7	1,6	1,7	1,6
Japon	0,9	1,1	1,0	0,0	- 0,1	- 0,4
Royaume-Uni	2,6	2,5	2,6	2,5	2,1	2,1
Zone euro	2,6	2,7	2,6	2,1	1,9	1,8
Allemagne	2,1	2,4	2,2	1,3	1,1	1,1
France	3,0	2,6	2,6	2,3	2,4	2,2
Italie	2,5	2,2	2,3	2,1	2,1	1,9

4. Prévisions de croissance pour 2002

	OFCE ¹	OCDE ²	CF ³	TE ³
États-Unis	2,2	3,1	2,7	2,6
Japon	2,2	1,1	0,5	0,5
Royaume-Uni	2,8	2,6	2,6	2,6
Zone euro	2,9	2,7	2,4	2,2
Allemagne	2,5	2,4	2,1	1,9
France	3,3	2,7	2,5	2,3
Italie	2,7	2,5	2,4	2,2

1. Mars 2001 ; 2. Juin ; 3. Début septembre 2001 ; DP : Direction de la Prévision, CF : *Consensus Forecasts*, TE : *The Economist*.

Sources : *Consensus Forecasts*, Direction de la Prévision, *The Economist*, OCDE, OFCE.

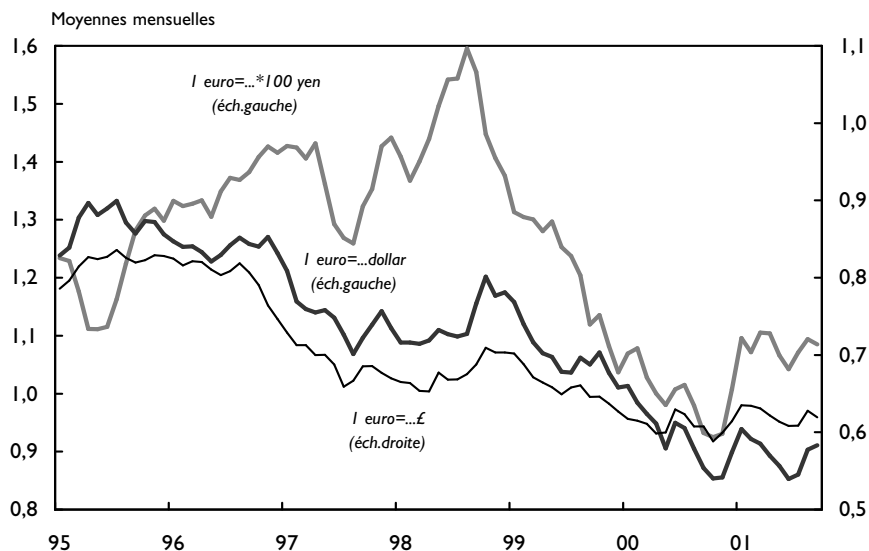
Marchés financiers : caisses de résonance

Taux de change : des déséquilibres persistants

L'euro s'était redressé de 0,85 à 0,94 dollar entre octobre 2000 et janvier 2001, quand les marchés ont pris conscience du ralentissement américain. Il a rechuté jusqu'à 0,85 dollar en juillet lorsqu'il est apparu que le ralentissement s'étendrait à l'Europe (graphique 2). Les doutes sur la capacité de l'économie américaine à rebondir rapidement l'ont fait remonter à 0,92 dollar fin août. Depuis, le taux de change oscille autour de ce niveau, à la merci des informations conjoncturelles concernant les deux zones. Les attentats n'ont guère eu d'influence sur le taux de change euro/dollar. Les marchés ont considéré que si les États-Unis étaient plus frappés, ils avaient aussi davantage la capacité et la volonté de soutenir la croissance par leur politique monétaire et leur politique budgétaire ; ils avaient aussi davantage la capacité de rebondir. De plus, les Banques centrales sont intervenues très rapidement pour soutenir le dollar et éviter toute évolution auto-cumulative.

Les opérateurs des marchés financiers ont renoncé à la thèse d'un retour rapide à la parité et, dans une incertitude totale, anticipent plutôt 0,95 dans 1 an et 0,98 dans 2 ans. D'une part, les différentiels de balances courantes (un déficit de 4,3 points du PIB pour les États-Unis et de 0,4

2. Taux de change



Source : Financial Times.

point pour la zone euro) sont compensés par les flux de capitaux de long terme (investissements directs) ou boursiers (encadré 1). D'autre part, le marché estime que toute reprise importante aura lieu d'abord aux États-Unis avant de se propager en Europe : il ne croit pas à une reprise autonome en Europe. Seule, une période prolongée de marasme aux États-Unis pourrait remettre en cause la force du dollar. Celle-ci ne figure pas dans notre prévision. Par contre, la fin de l'année 2001 devrait voir une croissance légèrement plus forte dans la zone euro qu'aux États-Unis, et surtout le début de l'année 2002 serait marqué par la matérialisation de l'euro, qui devrait s'accompagner de certains retours de capitaux du dollar vers l'euro. Aussi, notre prévision retient-elle une légère appréciation de l'euro jusqu'à 0,98 dollar fin 2002 (tableau 5).

La médiocrité des perspectives économiques japonaises a induit une baisse du yen jusqu'à 1 dollar pour 120 yen en mars 2001, niveau auquel il s'est stabilisé. Les attentats de septembre ont eu tendance à le faire s'apprécier vis-à-vis du dollar, les investisseurs japonais rapatriant quelque peu leurs avoirs en dollars, devenus plus risqués et moins rémunérateurs. Ce mouvement s'est ajouté aux rapatriements constatés chaque fin de semestre pour des raisons comptables. Compte tenu des interventions des Banques centrales, le yen s'est stabilisé à 1 dollar = 117 yen. Notre prévision suppose que d'ici peu le différentiel de dynamisme conduira de nouveau à une baisse du yen jusqu'à 1 dollar = 125 yen. C'est l'évolution souhaitable pour le Japon qui a besoin de plus de compétitivité et de plus d'inflation.

La livre est restée forte par rapport à l'euro à 1 livre = 1,60 euro. Les marchés craignaient certes que, les perspectives d'entrée de la livre dans la zone euro se rapprochant, les autorités britanniques cherchent à faire baisser la livre pour entrer à un cours favorable. Mais ceci aurait demandé un changement de politique monétaire peu crédible. Les autorités britanniques semblent accepter une situation où la compétitivité de l'industrie est médiocre, l'activité étant portée par les services. Aussi, la livre ne se déprécierait-elle que faiblement, ne suivant que partiellement le dollar, pour être à 1,50 euro fin 2002.

5. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et matières premières

	Trimestres												Années			
	2000				2001				2002				2000	2001	2002	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change ¹																
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	
Taux d'intérêt à court terme, en % ¹																
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	
Taux d'intérêt à long terme, en % ¹																
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	
Prix du pétrole, Brent, en \$ ¹	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	
Cours des matières premières industrielles ²	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	

1. Moyenne sur la période.

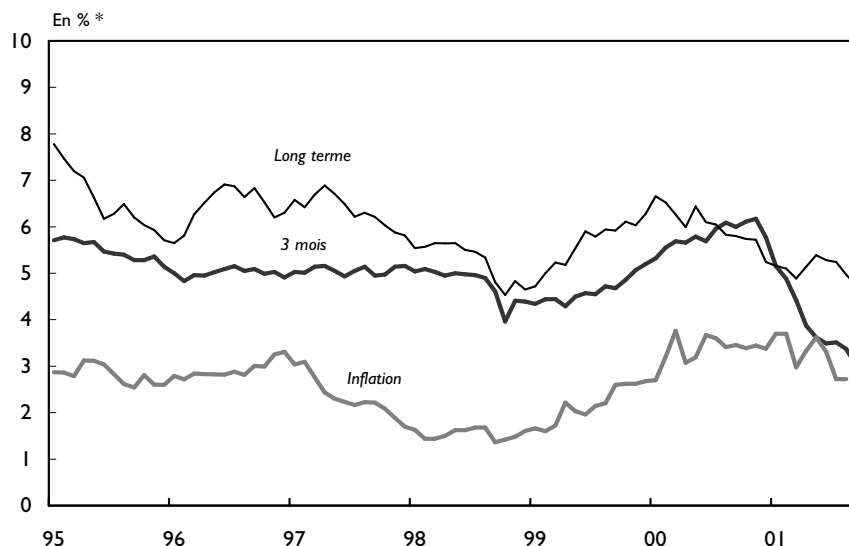
2. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevés des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôt au Japon, EURIBOR pour la zone euro, inter-bancaire 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 dans la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWYWA (Hambourg), Prévisions OFCE.

Taux d'intérêt : des réactions salutaires

Les autorités monétaires américaines avaient monté leur taux d'intérêt à 6,5 % en mai 2000 et l'ont laissé à ce niveau jusqu'au début de l'année 2001 (graphique 3). Compte tenu des perspectives de croissance et d'inflation, la politique monétaire n'était en fait que faiblement restrictive. À partir de janvier 2001, la Fed a rapidement et fortement réagi à la baisse de l'activité en baissant son taux court de 6,5 % à 3,5 % (tableau 6). Ces baisses ont inquiété les marchés puisqu'elles pouvaient laisser croire que la Fed avait des informations privilégiées indiquant soit une dégradation de la situation économique, soit une fragilisation du secteur bancaire qui l'induirait à réduire sa distribution de crédit. En même temps, elles signalaient clairement la volonté de la Fed de soutenir l'activité. Le taux de 3,5 % apparaissait déjà particulièrement bas, début septembre, puisque les anticipations des opérateurs pour la croissance et pour l'inflation restaient fortes pour 2002. Selon la règle de Taylor, le taux aurait dû être de l'ordre de 4,8 %. La Fed semblait tout sacrifier au souci de relancer rapidement l'économie, alors que l'on pouvait penser, au contraire, qu'une certaine période de ralentissement n'était pas inutile pour détendre les tensions sur le marché du travail, pour purger la bulle financière et pour appeler les entrepreneurs, les financiers et les épargnants à plus de prudence.

3. Taux d'intérêt nominaux et inflation aux États-Unis



* Taux d'intérêt : moyennes mensuelles, inflation : m/m - 12.
Source : OCDE.

6 Taux d'intérêt et taux de croissance anticipé aux États-Unis

Date ¹	Taux	PIB anticipé ²	Inflation anticipée ²	Écart
1 ^{er} janvier 1999	4,75	2,1	2,0	0,75
30 juin 1999	5	3,35	2,25	- 0,6
24 août 1999	5,25	3,0	2,4	- 0,15
16 novembre 1999	5,5	3,1	2,6	- 0,2
2 février 2000	5,75	3,9	2,6	- 0,75
21 mars 2000	6	4,0	2,7	- 0,7
16 mai 2000	6,5	4,05	2,85	- 0,4
Octobre 2000	6,5	3,9	2,8	- 0,2
3 janvier 2001	- 6	2,6	2,7	0,7
31 janvier 2001	5,5	2,0	2,6	0,9
20 mars 2001	5	2,15	2,7	0,15
18 avril 2001	4,5	2,7	2,7	- 0,9
15 mai 2001	4	2,35	2,9	- 1,25
27 juin 2001	3,75	2,4	2,8	- 1,45
21 août 2001	3,5	2,35	2,7	- 1,55
21 septembre 2001	3,0	1,4	2,4	- 0,8
4 octobre 2001	2,5	1,0	2,3	- 0,8

1. En droit, date des changements des objectifs de taux ; 2. OFCE d'après le Consensus forecasts.
Source : Consensus forecasts, Fed.

Après les attentats, la Fed a, de nouveau, rapidement réagi en faisant passer à 3 %, puis à 2,5 % son taux de référence, retrouvant ainsi un niveau jamais vu depuis 1962. Le taux d'intérêt réel est maintenant pratiquement nul. Les craintes que des taux trop bas n'induisent des investissements peu rentables ou fassent repartir la bulle boursière, ont été oubliées devant la crainte d'un plongeon dans la récession. Selon notre prévision, le taux remonterait au deuxième trimestre 2002 à 3 % pour se situer à 4 % fin 2002, ce qui serait compatible avec une inflation stabilisée à 2 % l'an et une croissance retrouvant un rythme de 3 % l'an.

Le taux des bons du Trésor à 10 ans avait baissé jusqu'à 5 % à la fin 2000, compte tenu des excédents, présents et anticipés, des finances publiques, qui rendaient crédible un scénario de rareté des titres publics. Le ralentissement économique, s'il a induit une baisse des taux courts, a en même temps décrédibilisé le scénario d'excédents publics importants et persistants. Les taux longs sont paradoxalement remontés jusqu'à 5,5 % en juin 2001, les marchés croyant alors à un scénario en V de reprise rapide. La prise de conscience durant l'été de la fragilité de la reprise américaine fait baisser le taux à 10 ans à 4,9 % puis à 4,5 % après les attentats, en raison de la perspective d'une période prolongée de bas taux d'intérêt. Toutefois, le choix de la Fed de privilégier la croissance par rapport à l'inflation peut faire craindre aux marchés que les États-Unis retrouvent à l'avenir une croissance plus inflationniste. Ceux-ci anticipent toujours une nette reprise à la fin de l'année 2002. Enfin, la politique de relance mise en œuvre devrait tarir l'excédent public en 2002. Notre prévision comporte donc une relative stabilité du taux long puis une remontée à 5 %.

Depuis le 19 mars 2001, la Banque du Japon est revenue à une politique implicite de taux zéro (graphique 4). Les taux longs restent à 1,35 %. Compte tenu de la stagnation de la croissance au Japon, nous avons maintenu ce bas niveau des taux nominaux. Paradoxalement compte tenu de la désinflation les taux réels sont élevés par rapport au taux de croissance (tableau 7).

La Banque d'Angleterre a amorcé à partir de février 2001 un mouvement de baisse de son taux de base: il est passé de 6 % en février à 5 % début août, ce qui restait relativement élevé compte tenu des prévisions de croissance et d'inflation (graphique 5). Une règle de Taylor aurait plutôt indiqué un taux de 4,2 % (pour une inflation de 2 % et un écart de production de 0,4 %).

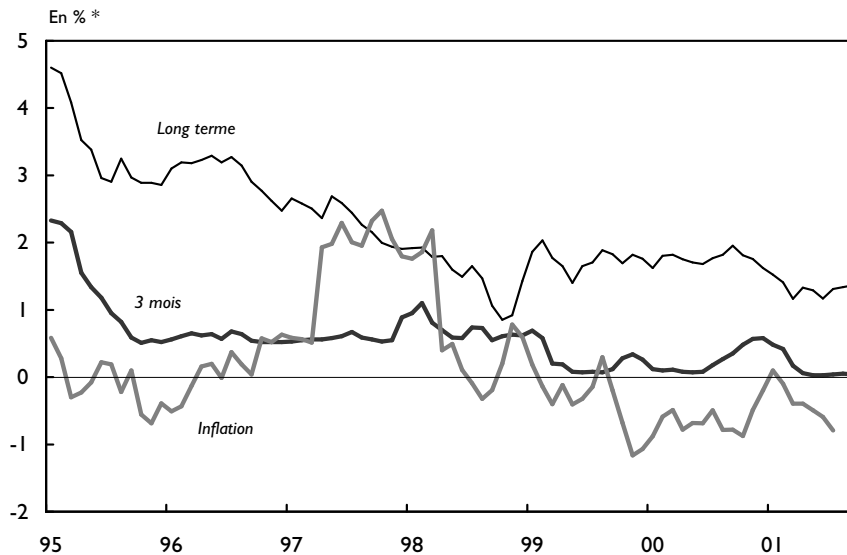
**7. Écart taux d'intérêt/taux de croissance anticipé du PIB nominal
(début octobre 2001)**

En points

	Jour le jour	Obligations publiques	Obligations privées
Dollar	- 0,8	1,2	3,7
Yen	1,0	2,4	2,5
Euro	0,4	1,3	2,1
Livre	0,1	0,8	2,3

Sources : The Economist, calculs OFCE.

4. Taux d'intérêt nominaux et inflation au Japon



* Taux d'intérêt : moyennes mensuelles, inflation : m/m - 12.
Source : OCDE.

5. Taux d'intérêt nominaux et inflation au Royaume-Uni



* Taux d'intérêt : moyennes mensuelles, inflation : m/m - 12.
Source : OCDE.

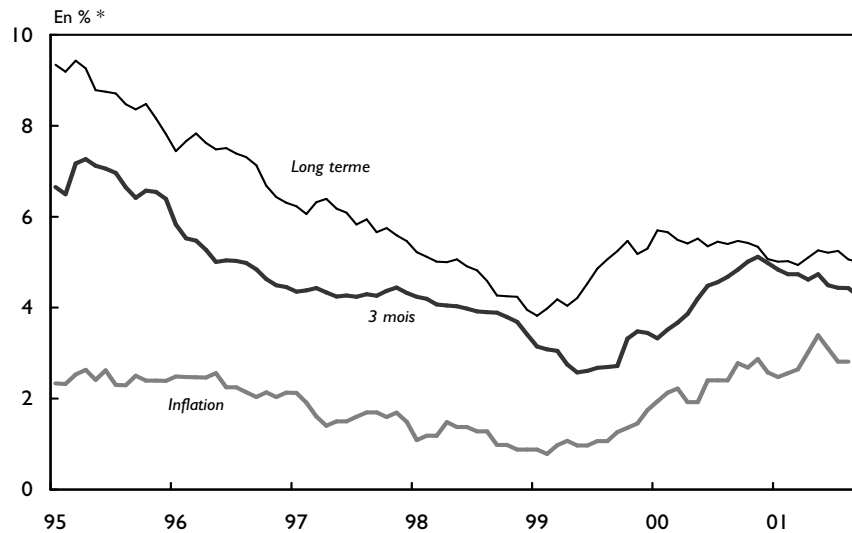
La Grande-Bretagne souffrait certes d'un taux de change surévalué qui nuisait à sa compétitivité industrielle, mais le taux de chômage est bas et le marché du travail tendu, de sorte qu'une baisse de la livre pouvait sembler dangereuse. À la suite des attentats, la Banque d'Angleterre a baissé son taux de 0,75 point, jusqu'à 4,5 %, ce qui est pratiquement neutre.

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 (graphique 6). Il a fallu que les perspectives de production passent de 3,3 à 2,6 % entre octobre 2000 et mai 2001 pour que la BCE baisse son taux de 0,25 point ; puis de 2,6 % à 2,1 % pour une autre baisse identique (tableau 8). Son obstination a-t-elle accru sa crédibilité ? N'a-t-elle pas augmenté le sentiment des marchés d'une absence de pilotage en Europe ? Ce manque de réactivité, qui contraste avec l'activisme de la Fed, s'explique par quatre facteurs :

— La BCE se donne comme objectif essentiel le niveau d'inflation, qui doit être compris entre 0 et 2 %. Or, ce maximum de 2 % est faible et fut rapidement atteint à la suite des hausses des prix de l'énergie, des produits alimentaires ou de taxation indirecte. La BCE fut alors paralysée pour baisser ses taux. De plus, dans la période récente, il n'y a pas eu de concomitance entre poussée d'inflation et excès de demande. La hausse des taux n'était pas la réponse appropriée.

— La BCE prétend suivre les évolutions d'un agrégat monétaire, M3, qui n'ont guère à voir avec l'évolution de l'inflation. M3 augmente par

6. Taux d'intérêt nominaux et inflation zone euro



* Taux d'intérêt : moyennes mensuelles, inflation : m/m - 12.
Source : OCDE.

8. Taux d'intérêt et taux de croissance anticipé dans la zone euro

Date ¹	Taux de la BCE	PIB anticipé ²	Inflation anticipée ²	Ecart
1 ^{er} janvier 1999	3	2,8	1,2	- 1
9 avril 1999	2,5	2,3	1,2	- 1
5 novembre 1999	3	2,5	1,3	- 0,8
4 février 2000	3,25	3,1	1,5	- 1,25
17 mars 2000	3,5	3,2	1,7	- 1,4
28 avril 2000	3,75	3,2	1,7	- 1,15
9 juin 2000	4,25	3,2	1,7	- 0,65
1 ^{er} septembre 2000	4,5	3,3	1,9	- 0,7
6 octobre 2000	4,75	3,3	1,9	- 0,45
1 ^{er} mai 2001	4,5	2,6	1,8	0,1
31 août 2001	4,25	2,1	2,35	- 0,2
21 septembre	3,75	1,7	1,7	0,35

1. En droit, date des changements des objectifs de taux. 2. OFCE d'après le Consensus forecasts.
Sources : BCE, Consensus forecasts.

exemple si les ménages, en situation d'incertitude, se reportent sur les actifs monétaires au détriment des actifs obligataires ou de la Bourse. Le suivi d'un tel agrégat, avec l'ésotérisme qui l'entoure, ne favorise guère la transparence des décisions de politiques monétaires et le dialogue avec les autres agents économiques.

— La BCE feint de croire que l'objectif de croissance de la zone doit être compris entre 2 et 2,5 %, soit le taux de croissance potentiel, en oubliant l'objectif de la plupart des pays de la zone d'avoir une croissance plus importante, pour diminuer le stock de chômage accumulé. Ceci l'a amenée à relever son taux d'intérêt de manière prématurée de novembre 1999 à octobre 2000, puis à refuser de le baisser nettement de janvier à septembre 2001. Or une politique de bas taux d'intérêt est indispensable pour une zone qui doit accentuer son effort d'investissement.

— Il y a une contradiction entre la volonté de la BCE de gérer le niveau global de la demande en Europe et son refus de pratiquer une politique active tenant compte des prévisions de croissance. Si la BCE prétend gérer le taux d'intérêt en fonction des perspectives d'inflation de moyen terme, elle ne peut s'indigner de voir les politiques budgétaires nationales vouloir jouer un rôle actif de stabilisation de court terme. De façon générale, le *policy mix* n'est pas organisé en Europe. Rien ne détermine qui de la politique monétaire ou des politiques budgétaires prend la charge de l'ajustement à la suite d'un choc global.

Début septembre, la politique monétaire apparaissait plutôt neutre alors que la croissance attendue était faible. Après les attentats, la BCE a participé au soutien de l'activité en baissant enfin son taux d'intérêt de 0,5 point à 3,75 %, même si elle a cru bon de se justifier en évoquant l'effet de baisse de l'inflation qu'aurait une chute de l'activité. Si on considère, comme l'OCDE, que l'inflation tendancielle est de l'ordre de 2 % et que l'écart de production est de - 0,4 %, le taux correspondant à la règle de Taylor serait de l'ordre de 3,8 %. La politique de la BCE serait donc appropriée. Par contre, elle apparaît restrictive si on considère que l'écart de production est plus fort, que les incertitudes actuelles fragilise la croissance et qu'une impulsion monétaire serait nécessaire.

Selon notre prévision, la BCE suivrait encore la Fed et baisserait son taux de 0,25 point au quatrième trimestre 2001 à 3,5 points. Elle remonterait ses taux à la mi-2002 quand l'activité repartirait.

Les taux longs publics se situaient à 5,2 % au deuxième trimestre 2001. Ils ont légèrement baissé à 4,8 % sous l'effet de la baisse des taux courts. Ici aussi, leur baisse a été ralentie par les anticipations de gonflement des déficits publics.

À la fin septembre, les taux à 10 ans sur les obligations privées se situaient à 7 % aux États-Unis et à 5,5 % en Europe, soit dans les deux zones environ 1 point au-dessus des perspectives de croissance à moyen terme.

Les politiques monétaires ont donc réagi de façon satisfaisante dans la conjoncture présente. Compte tenu de leur réactivité à la hausse, on ne peut guère penser que le bas niveau actuel des taux signifie obliga-

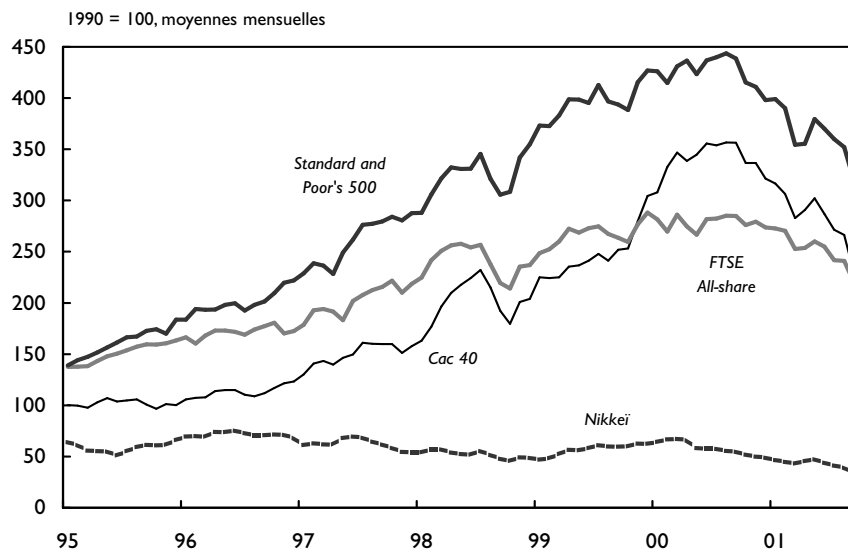
toirement une hausse future de l'inflation ou des risques de nouvelles bulles boursières : les taux pourraient être rapidement remontés si la croissance se raffermissait. Le maintien à un niveau relativement élevé des taux longs freine l'effet de la politique monétaire : il indique aussi que les marchés restent confiants sur la croissance future.

Bourse : le grand affolement...

Les cours de la Bourse anticipent les évolutions macroéconomiques, surréagissent aux nouvelles, font apparaître une « opinion des marchés » qui influence fortement les évolutions futures. 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. Enfin, les attentats de septembre ont provoqué une nouvelle chute (graphique 7).

Le S&P 500 avait culminé à 1 520 en septembre 2000. L'éclatement de la bulle boursière l'a fait chuter à 1 160 en mars 2001. Il avait remonté jusqu'à 1 255 en mai, mais les incertitudes sur la reprise américaine l'avaient amené à 1 150 début septembre. Début octobre, après les attentats et la réponse de la politique économique américaine, il se situe à 1 075. Sa baisse cumulée depuis son point haut est de 29 %. Le Nasdaq avait culminé à 4 700 en mars 2000. Il a baissé jusqu'à 1 840 en mars 2001, s'est repris à 2 160 en juin. Début septembre, il était à 1 840 ;

7. Indices boursiers



Source : Financial Times.

■ Division économie internationale

début octobre à 1 615. Sa baisse cumulée est donc de 66 %. Les indices américains étaient donc déjà à de très bas niveaux avant les événements, du fait de la dégradation des profits des entreprises et des craintes d'un ralentissement prolongé. Les attentats n'ont fait qu'accentuer ce risque.

Le Nikkei s'était quelque peu repris pour atteindre 20 300 en mars 2000. La dégradation des perspectives japonaises l'ont fait chuté à 13 000 en mars 2001, puis après une timide reprise en avril-mai, à 11 000 début septembre. Il se situe maintenant à 10 200. Sa chute cumulée est donc de 50 %.

L'indice FTSE All-share est longtemps resté sur un pic à 3 100, atteint en décembre 1999. Sa baisse a été relativement faible. Début septembre, il se situait encore à 2 500 ; début octobre à 2 380, soit une baisse cumulée de 23 %.

Le CAC 40 qui avait culminé à 6 600 en août 2000, avait baissé jusqu'à 5 180 en mars 2001. Malgré une reprise à 5 640 en avril, il a recheté jusqu'à 4 400 début septembre, puis à 4 130 début octobre. Sa baisse cumulée est de 38 %. Le Dax avait culminé à 7 800 en mars 2000. Il a baissé à 5 920 en mars, puis à 5 275 début septembre. Début octobre, il se situe à 4 450, soit une baisse cumulée de 43 %.

Avant les attentats de septembre, aucune des grandes Bourses mondiales ne montrait de signe de reprise. Elles avaient plutôt tendance à baisser, témoignant d'un 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 de 10 % aux États-Unis, de 12 % au Japon, de 8 % en Grande-Bretagne, de 16 % en France et en Italie, de 18 % en Allemagne. Paradoxalement, la baisse est moins forte aux États-Unis, en raison de la vigueur de la réaction de la politique économique, du comportement habituel de rapatriement des capitaux par les investisseurs américains en cas de krach, et sans doute d'un comportement *patriote* de certains investisseurs.

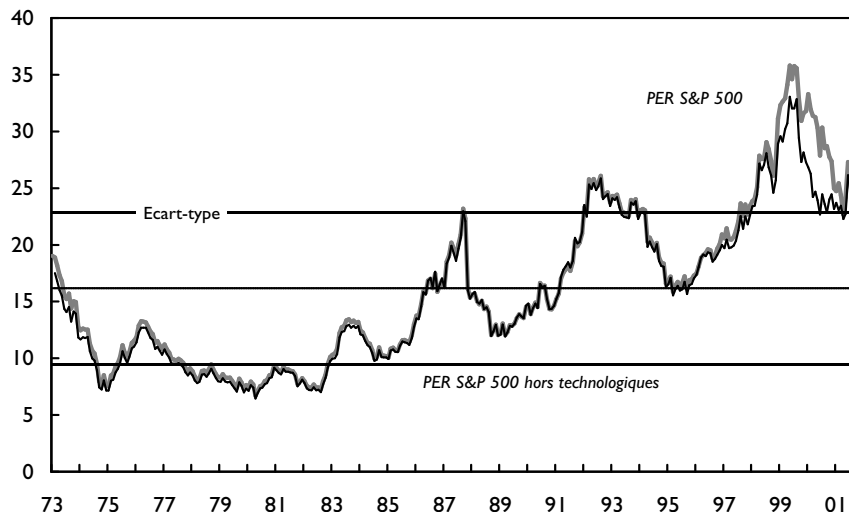
Durant la première semaine d'octobre, le PER du S&P 500 était à 26,3, contre une moyenne de longue période de 16 (graphique 8). La chute des anticipations de profit avait accompagné la baisse des cours. Comme les taux d'intérêt réels de long terme sont toujours de 3 %, la prime de risque pour la détention d'action n'est que de $(100/26,3) - 3 = 0,8$ %. Ceci est faible : sa valeur historique est évaluée à 3,3 %. La chute récente devrait augmenter la prime de risque demandée pour la détention d'actions. Aussi, peut-on penser que la Bourse américaine reste surévaluée et qu'il serait peu rationnel qu'elle connaisse une forte remontée. Le caractère moutonnier des marchés financiers avait induit une hausse excessive des cours depuis 1997. De plus, il est de l'intérêt des analystes financiers d'attirer les clients, donc de faire des prévisions excessivement optimistes quant aux perspectives boursières. Une autre bulle pourrait apparaître, mais à partir de quelle nouvelle « nouvelle

économie » ? On peut penser aux industries de biotechnologie... Mais il faudra sans doute une certaine période d'oubli...

Cette chute des actions est d'abord un indicateur du manque de confiance des marchés financiers quant aux perspectives économiques. Ce manque de confiance est partagé aussi par les entrepreneurs, en particulier par les innovateurs. Il annonce donc une période de faible investissement. Dans aucun secteur, n'apparaissent encore de signes annonciateurs d'une nouvelle période de grandes innovations techniques. La chute des cours augmente aussi le coût du capital pour les entreprises. Elle fragilise le bilan des entreprises endettées, puisque leur ratio crédit/capitalisation augmente fortement. C'est particulièrement vrai pour les entreprises qui avaient fait, en 1998 ou 1999, des acquisitions coûteuses d'entreprises qui se sont révélées surcotées. Le secteur financier et bancaire est aussi particulièrement touché.

Enfin, les ménages subissent une forte chute de leur richesse. Celle-ci devrait peser sur leur consommation, en particulier dans les pays anglo-saxons où la détention d'actions est plus répandue. Dans les pays où existent des systèmes de retraite par capitalisation, les ménages et les entreprises vont devoir augmenter leurs cotisations pour reconstituer progressivement les fonds perdus. Certes, la baisse ne fait que compenser en partie les hausses fabuleuses des années 1997-1999 ; certes, l'ingénierie financière protège en partie les retraites et les droits à retraite ; mais cet effet devrait progressivement se faire sentir si la Bourse ne remonte pas. Il aurait un effet inflationniste (hausse des cotisations employeurs) et dépressif (hausse de l'épargne des ménages) qui devrait peser sur les économies anglo-saxonnes.

8. Montée et chute du PER de la Bourse américaine



Sources : Standard & Poor's, Thomson Financial/Datastream, calculs OFCE.

I. Quelle perspective pour l'euro ? *

Dans une situation où le différentiel de croissance entre les États-Unis et la zone euro s'est inversé, où les taux longs sont pratiquement égaux (graphique 1), et où la Bourse américaine a chuté, tandis que persiste le fort déficit courant américain (graphique 2), la maintien de l'euro à un bas niveau relativement au dollar apparaît mystérieux.

Le ralentissement américain n'a pas eu les conséquences attendues sur le change

— L'équilibre de la balance des paiements entre deux zones monétaires dépend de flux de nature diverse :

— Les flux commerciaux : un pays bénéficie d'excédent courant si son taux de change réel est relativement bas et si sa demande intérieure est relativement faible.

— Les flux d'investissement direct (IDE) : ils se dirigent vers les pays où la rentabilité des opérations productives est relativement forte.

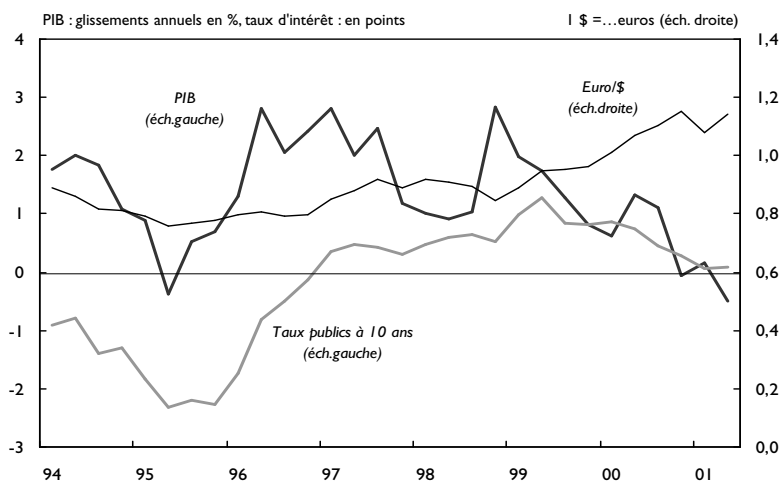
— Les flux boursiers : un pays bénéficie de flux entrant si le marché anticipe une hausse de ses cours boursiers.

— Les flux financiers : ils se dirigent vers les pays où le taux d'intérêt est élevé relativement aux anticipations d'évolution de son taux de change. Plus structurellement, ils affluent vers les pays qui offrent des titres sûrs, liquides, à marchés profonds et bien organisés.

— Les flux monétaires : ils favorisent le pays dont la monnaie est solide, liquide, crédible.

— Les variations des réserves de change : ils marquent les interventions des autorités monétaires.

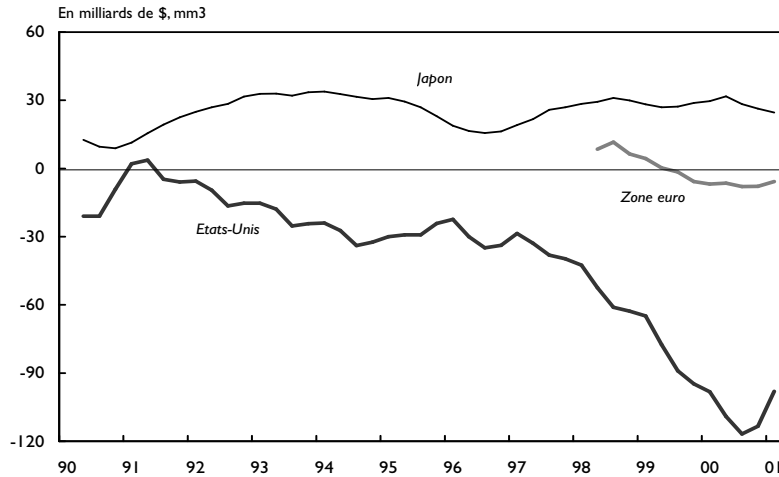
I. Différentiels de croissance et de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro



Sources : BEA, Eurostat, Presse financière.

* Cet encadré a bénéficié de la contribution d'Éric Heyer.

2. Évolution des soldes courants



Source : Thomson Financial/Datastream.

Dans la période récente, la globalisation financière a considérablement renforcé l'importance des flux boursiers et financiers. Contrairement aux flux commerciaux, ils ont la particularité de réagir instantanément. De plus, la globalisation productive augmente l'importance des investissements directs. À titre d'exemple, on peut noter qu'en 2000, l'investissement des entreprises en France était de 162 milliards d'euros, l'IDE des entreprises françaises à l'étranger de 187 milliards, celui des entreprises étrangères en France 48 milliards. Le choix de localisation des investissements devient donc essentiel.

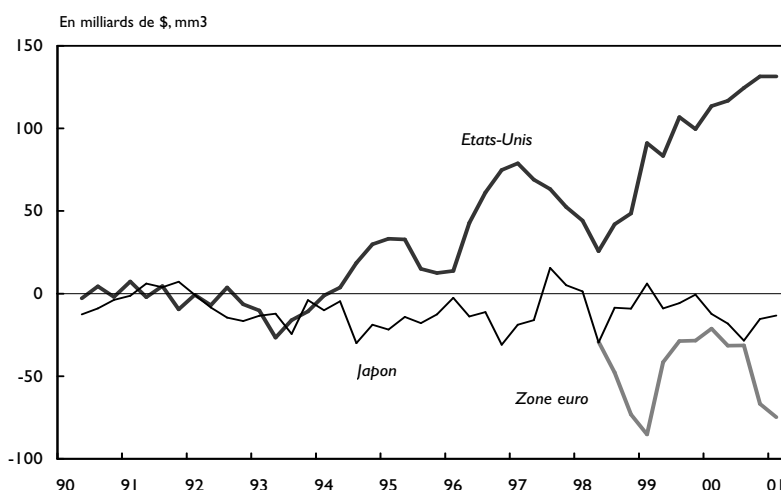
Un pays dont la croissance est plus forte souffre, à court terme, d'un certain déficit commercial. Par contre, si cette croissance plus forte provient d'une meilleure rentabilité productive, il bénéficie de flux positif d'IDE et de flux boursiers : son taux de change peut donc s'apprécier. Cette rentabilité plus forte peut lui permettre de soutenir des taux d'intérêt plus élevés. Des gains importants de productivité justifient une certaine appréciation de son taux de change réel de moyen terme : les marchés financiers n'ont pas à craindre de retour du change à un niveau antérieur plus faible. Au total, un pays à forte croissance a maintenant un taux de change plus fort, des entrées de capitaux positifs compensant le déficit courant. Cet enchaînement semble corroboré par les variations du cours du dollar par rapport à l'euro, du moins jusque dans la période récente. Ainsi, les périodes de forte croissance américaine sont des périodes d'entrées importantes de capitaux aux États-Unis et de hausse du dollar. Depuis 1996, l'affaiblissement de l'euro vis-à-vis du dollar peut être attribué au supplément de croissance aux États-Unis.

Cette relation ne semble plus se vérifier actuellement. L'euro n'a guère profité de la courte période où les perspectives de croissance à court terme sont plus robustes en Europe qu'aux États-Unis. Ainsi, à partir du second semestre 2000, alors que la croissance américaine ralentit fortement, l'euro est plus faible qu'au premier semestre 2000.

Le dollar s'est maintenu grâce à des entrées de capitaux à long terme

En 2000-2001, on aurait pu s'attendre à ce que la disparition de l'écart de croissance entre les États-Unis et la zone euro, et même l'apparition d'un écart négatif, entraîne un fort recul des IDE et des flux boursiers aux États-Unis. Compte tenu du déficit courant américain, il en aurait résulté un déficit *ex ante* de la balance américaine. Les États-Unis ayant baissé leur taux d'intérêt pour soutenir leur croissance, les flux financiers n'auraient pas joué en leur faveur. Le marché aurait alors pu prendre conscience de la surévaluation du dollar et des risques de baisse brutale, ce qui aurait provoqué celle-ci. Ce scénario ne s'est pas enclenché : malgré le ralentissement américain, les entrées nettes de capitaux longs aux États-Unis et les sorties nettes de capitaux longs de la zone euro se sont maintenues à un rythme très élevé au premier semestre 2001 (graphique 3). La zone euro apparaît structurellement distancée par les États-Unis dans la concurrence pour attirer des capitaux.

3. Évolution comparée des soldes financiers (IDE + portefeuille)



Source : Thomson Financial/Datastream.

Différents facteurs peuvent être avancés pour expliquer la fuite des capitaux de la zone euro vers les États-Unis :

— **Diversification des portefeuilles** : les investisseurs financiers européens qui veulent diversifier leur portefeuille doivent maintenant sortir de la zone euro, ce qui les amène, compte tenu de la situation déprimée au Japon et de la fragilité de certaines zones émergentes, à être massivement présents sur le marché américain.

— **Nouvelle économie et croissance potentielle** : les entreprises continuent à anticiper la poursuite du processus d'innovation aux États-Unis. Cela les amène à vouloir y investir pour bénéficier de transferts de technique. En sens inverse, beaucoup d'entreprises européennes estiment qu'il n'est plus guère possible d'avoir une forte expansion en Europe la croissance est modérée et les marchés sont saturés. Ils recherchent celle-ci dans les zones émergentes.

— **Rendements boursiers** : Les périodes où les rendements boursiers sont plus faibles dans la zone euro qu'aux États-Unis et la période de bulle du

Nasdaq sont effectivement des périodes de fortes sorties de capitaux depuis la zone euro (graphique 4). Les entrées de capitaux dans la zone euro sont associées aux périodes de rendements boursiers élevés (mi-1997 à mi-1998, 1999, début 2000).

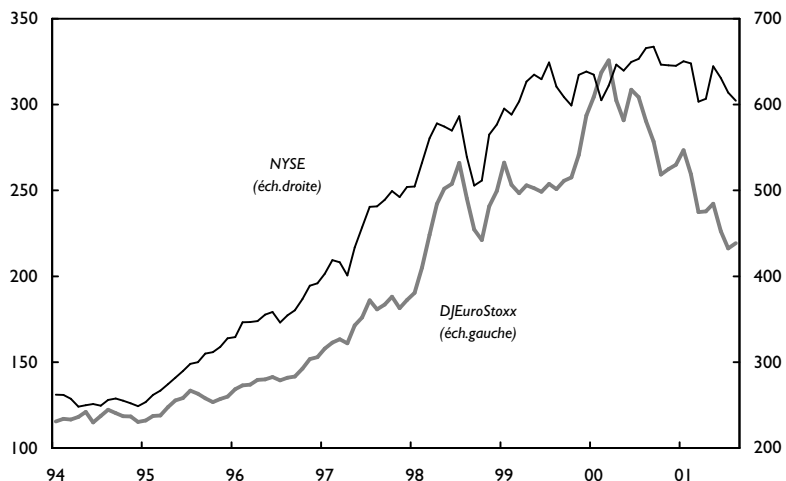
— **Rendements obligataires** : L'augmentation des sorties de capitaux de la zone euro date de la période 1996-1997 où le taux long en euro passe sous le taux long en dollar. Les marchés n'auraient pas tenu compte des différentiels d'inflation et des risques de change liés à la surévaluation du dollar puisque les gains de productivité américains auraient justifié une hausse permanente du taux de change réel du dollar.

— **Flux monétaires** : la non existence matérielle de l'euro, la disparition programmée du mark ont pu amener une extension du rôle du dollar comme monnaie circulante dans certaines zones (Peco, circulation d'argent sale). Ces flux devraient s'inverser en 2002.

— **Crédibilité** : l'euro a été pénalisé par une mauvaise perception par les marchés du comportement et des explications de la BCE ; par l'absence d'un pilotage clair des politiques économiques.

La comparaison des balances des paiements de la zone euro et des États-Unis montre que le quasi-équilibre de la balance courante de la zone euro n'a pas compensé de fortes sorties pour les postes « investissements directs » et « investissements en actions » (tableaux 1 et 2). En sens inverse, une certaine partie du déficit courant américain est comblé par des flux entrants d'investissements directs. Au premier semestre 2001, si les flux d'investissements en actions se sont inversés, les flux d'investissements directs ont continué à sortir de la zone euro et à entrer aux États-Unis. Il est donc à craindre que l'euro, qui n'a pas guère profité de l'affaiblissement de l'économie américaine et de la baisse des taux sur le dollar, reprenne une tendance baissière si la reprise attendue pour le second semestre 2002 et le début 2003 trouve sa source dans un rebond de l'investissement innovateur impulsé par les entreprises américaines.

4. Évolution comparée des cours boursiers



Sources : BEA, Eurostat, Presse financière.

Division économie internationale

I. Balance des paiements de la zone euro

En milliards d'euros

	1999	2000	2001-S1 *
1. Compte de transactions courantes	- 5,8	- 34,7	- 22,4
1.1. Biens	83,4	52,2	52,6
1.2. Services	- 11,8	- 15,3	- 4,8
1.3. Revenus	- 32,4	- 20,2	- 34,6
1.4. Transferts courants	- 45,0	- 51,4	- 35,6
2. Transfert en capital	13,5	10,4	13,0
3. Flux financier	8,9	- 10,7	- 15,4
3.1. Investissements directs	- 120,6	- 22,8	- 182,2
3.1.1. Sortants	- 286,8	- 339,7	- 265,6
3.1.2. Entrants	166,2	316,9	83,4
3.2. Investissements en actions	- 49,4	- 273,3	127,6
3.2.1. Sortants	- 155,4	- 286,8	- 121,2
3.2.2. Entrants	106,0	13,5	248,8
3.3. Autres flux	170,8	286,4	45,8
3.4. Produits financiers dérivés	8,1	- 1,1	- 6,6
4. Avoirs de réserve	10,2	17,5	24,2
5. Erreurs et omissions nettes	- 26,8	17,5	0,6

* Annualisé.

Source : Banque centrale européenne.

2. Balance des paiements des États-Unis

En milliards de dollars

	1999	2000	2001-S1*
1. Compte de transactions courantes	- 324,3	- 444,8	- 436,6
1.1. Biens	- 345,4	- 452,3	- 440,6
1.2. Services	83,6	76,4	72,4
1.3. Revenus	- 13,6	- 14,8	- 21,0
1.4. Transferts courants	- 48,9	- 54,1	- 47,6
2. Transfert en capital	- 3,5	0,7	0,7
3. Flux financier	367,3	443,1	458,8
3.1. Investissements directs	145,6	135,3	86,0
3.1.1. Sortants	- 155,4	- 152,4	- 153,3
3.1.2. Entrants	3001,0	287,7	239,3
3.2. Investissements en actions	- 1,4	95,0	- 8,8
3.2.1. Sortants	- 114,4	- 99,7	- 159,0
3.2.2. Entrants	113,0	192,7	150,2
3.3. Autres flux	223,1	212,8	381,6
4. Avoirs de réserve	8,7	0,3	- 2,3
5. Erreurs et omissions nettes	- 48,2	0,7	- 20,6

* Annualisé.

Source : BEA.

Commerce mondial : plus dure est la chute

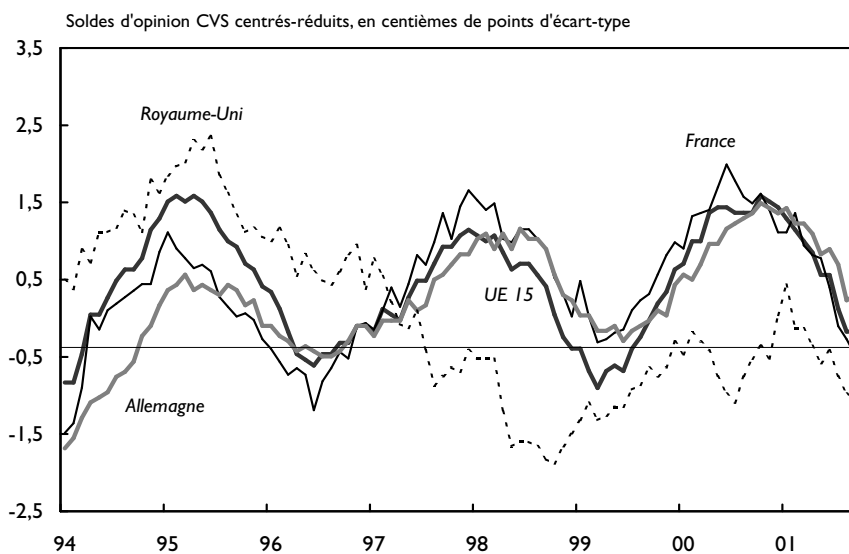
Portés par la plus forte croissance mondiale atteinte depuis 1988 (4,4 %), les échanges commerciaux avaient enregistré une croissance record en 2000 (+ 13,5 % en volume pour les échanges de marchandises). Mais ce dynamisme, commun à la quasi-totalité des zones, à l'exception notable du Japon, a commencé à fléchir dès le troisième trimestre 2000. Les importations américaines, qui avaient jusqu'alors fortement contribué à la croissance des échanges mondiaux, ont donné le signal du repli. Les importations des économies les plus liées à l'économie américaine, de par leur proximité géographique (Canada, Amérique centrale) ou leur spécialisation industrielle, notamment en produits électroniques (Asie en développement) ont emboîté le pas au quatrième trimestre. Puis celles de l'Union européenne ont suivi au début de 2001 (tableau 9). Les importations japonaises, dont les fluctuations souvent erratiques ne permettent pas toujours la détection de tendances claires, ont cependant reculé sur l'ensemble du premier semestre 2001. Les pays producteurs de pétrole (Moyen-Orient, Russie) ont, grâce à l'augmentation des prix du baril, été relativement épargnés.

Au premier semestre 2001, les exportations comme les importations ont connu des baisses sensibles dans toutes les grandes zones industrialisées : États-Unis, zone euro, Asie. De même que la croissance et l'essor des flux de commerce ont été généralisés lors du cycle précédent, la rechute s'est propagée rapidement à presque toutes les zones de l'économie mondiale. L'ampleur du ralentissement des flux de commerce est aussi renforcée par l'internationalisation des processus de production : les échanges s'intensifient plus vite que par le passé en période d'accélération de l'activité, pour se rétracter aussi vite en cas de retournement de l'activité : ceci s'explique par l'importance prise par les flux intra-entreprises de biens d'équipement et de biens intermédiaires.

Les signaux d'une reprise du commerce mondial au troisième trimestre n'étaient guère visibles avant les attentats de septembre, lesquels devraient fortement réduire les flux d'échanges sur la fin du trimestre. En raisonnant hors « attentats », c'est du côté de l'Europe que l'on est tenté de chercher les signes d'un retournement. Le Japon ne risque pas de relancer la croissance mondiale dans un avenir proche, les autres pays industriels sont trop liés au cycle américain pour repartir seuls. Au moment où nous arrêtons notre prévision, les informations sur le troisième trimestre ne sont que parcellaires. Les enquêtes de juillet de la Commission européenne montraient une dégradation régulière depuis le début de l'année des opinions des industriels européens sur les carnets de commandes étrangère, même si elles restaient à des niveaux proches de la normale (graphique 9).

Les enquêtes pour la zone euro publiées en octobre permettront de mieux percevoir la situation. En attendant, l'enquête mensuelle dans l'industrie de septembre publiée par l'INSEE (dont 80 % des réponses sont antérieures au 11 septembre) montre la poursuite de la dégradation des opinions des industriels français.

9. Opinions des industriels européens sur les carnets de commandes étrangères



Source : Commission européenne.

Le commerce mondial aura sans doute à nouveau décéléré au cours du troisième trimestre, et redémarrerait ensuite progressivement sous l'impulsion de la reprise américaine. La croissance du commerce mondial serait quasiment nulle en moyenne en 2001, ce qui ne s'était pas produit depuis le début des années 1980. Avec une croissance du PIB mondial de l'ordre de 2 %, comme à la suite du deuxième choc pétrolier, le commerce mondial serait aussi exceptionnel en 2001 qu'en 2000, mais pour des raisons opposées.

La reprise du tournant de 2001/2002 serait peu différenciée selon les pays industriels, et la progression des marchés extérieurs serait voisine pour les grands pays (tableau 10). Au second semestre, l'affirmation de la croissance aux États-Unis, et de celles de ses principaux partenaires commerciaux, conduirait à une croissance des marchés un peu plus soutenue dans les continents américain et asiatique, que dans les pays de l'Union européenne, globalement moins directement sensibles aux importations des États-Unis, du fait de la structure de leurs exportations et de l'importance des échanges intra-européens.

9. Importations de marchandises (en volume)

	Part dans le commerce en 1998	Variations par rapport à la période précédente, en %																														
		2000				2001				2002				2000		2001		2002														
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4											
Monde	100,0	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	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	
Pays industrialisés	69,2	2,3	3,4	2,5	2,5	-0,4	-0,3	-0,3	0,4	0,8	1,2	1,3	1,6	11,1	3,2	3,2	3,9	4,0	2,9	-0,2	-1,7	-2,5	-1,3	-0,5	1,2	1,3	1,6	2,2	13,5	-2,1	1,9	
Union européenne	16,8	-0,4	4,7	0,1	6,5	-4,2	-2,8	-3,2	-1,1	0,4	1,4	1,4	2,8	10,8	-2,5	-0,3	Japon	0,4	4,0	0,9	-2,3	-4,6	-0,5	0,1	0,8	1,1	1,9	2,2	2,7	8,8	-5,0	4,9
Autres pays industriels ¹	8,3	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	PED	5,6	4,3	0,5	2,7	-0,3	-3,1	-2,6	-2,5	-0,1	1,2	2,0	3,1	12,7	-5,0	3,0
Amérique latine ²	16,2	8,2	6,6	4,0	-2,5	0,2	-2,4	-1,1	0,4	0,7	2,1	2,3	2,3	20,9	-0,5	3,2	Asie	2,0	4,4	-4,9	3,4	3,3	-0,9	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	8,3	4,3	6,1
Afrique	2,3	5,6	7,3	7,1	7,0	7,0	4,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	16,8	24,6	9,5	Moyen-Orient	1,7	3,1	4,8	2,8	6,0	2,0	6,0	2,0	2,0	1,5	1,5	2,0	21,7	15,9	8,4
Ex-URSS	3,0	6,3	2,9	4,2	4,0	3,0	1,0	1,0	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	18,3	10,5	5,0	PECO															

1. Australie, Canada, Islande, Israël, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suisse, Turquie.

2. Y compris Mexique.

Sources : OCDE, sources nationales, estimations et prévisions OFCE.

10. Exportations et demandes adressées de marchandises (en volume)

	Variations par rapport à la période précédente, en %																															
	2000				2001				2002				2000				2001				2002											
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
France	4,4	4,9	1,9	2,4	0,2	-1,9	-0,6	0,6	1,0	1,2	1,3	1,4	14,0	2,5	2,6	2,6	2,3	3,1	2,4	1,9	-0,5	-0,3	-0,2	0,4	0,9	1,4	2,0	2,0	11,1	2,6	3,6	3,6
Exportations	4,2	3,5	3,0	4,0	0,6	0,1	0,0	0,4	0,6	1,2	2,1	2,1	14,3	6,1	3,4	3,4	2,9	3,7	2,4	1,3	0,0	-1,0	-0,2	0,5	1,0	1,5	1,8	2,1	12,5	2,3	3,7	3,7
Demande adressée	-1,8	2,4	8,2	1,0	0,7	-1,6	-0,7	0,4	0,8	1,3	1,5	1,8	9,7	4,5	2,5	2,5	3,2	3,7	2,8	2,1	-1,1	-0,4	-0,2	0,5	1,0	1,4	2,0	2,0	12,8	2,4	3,8	3,8
Demande adressée	2,8	4,7	0,2	3,5	2,5	-2,8	-2,0	-0,2	0,6	1,4	1,7	1,7	11,3	3,1	1,0	1,0	3,0	3,7	2,6	1,8	-1,2	-0,5	-0,2	0,5	1,0	1,4	1,9	1,9	12,4	1,9	3,7	3,7
Royaume-Uni	2,1	3,6	4,3	-1,8	-0,6	-4,7	-2,0	-0,2	0,6	1,3	1,9	2,3	11,3	-3,6	0,7	0,7	3,7	3,5	2,3	0,1	-1,6	-1,1	-1,0	0,3	1,0	1,6	2,1	2,3	13,4	-0,8	3,4	3,4
Exportations	5,7	4,0	0,0	0,0	-3,8	-4,1	-3,0	-0,3	1,1	1,1	1,4	2,2	13,8	-7,3	0,3	0,3	5,3	4,2	3,3	-1,1	-0,1	-1,7	-0,8	0,3	1,0	1,6	2,0	2,2	15,6	0,1	3,2	3,2
Demande adressée	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	3,3	Monde	Importations totales														

Sources : OCDE, sources nationales, prévisions OFCE.

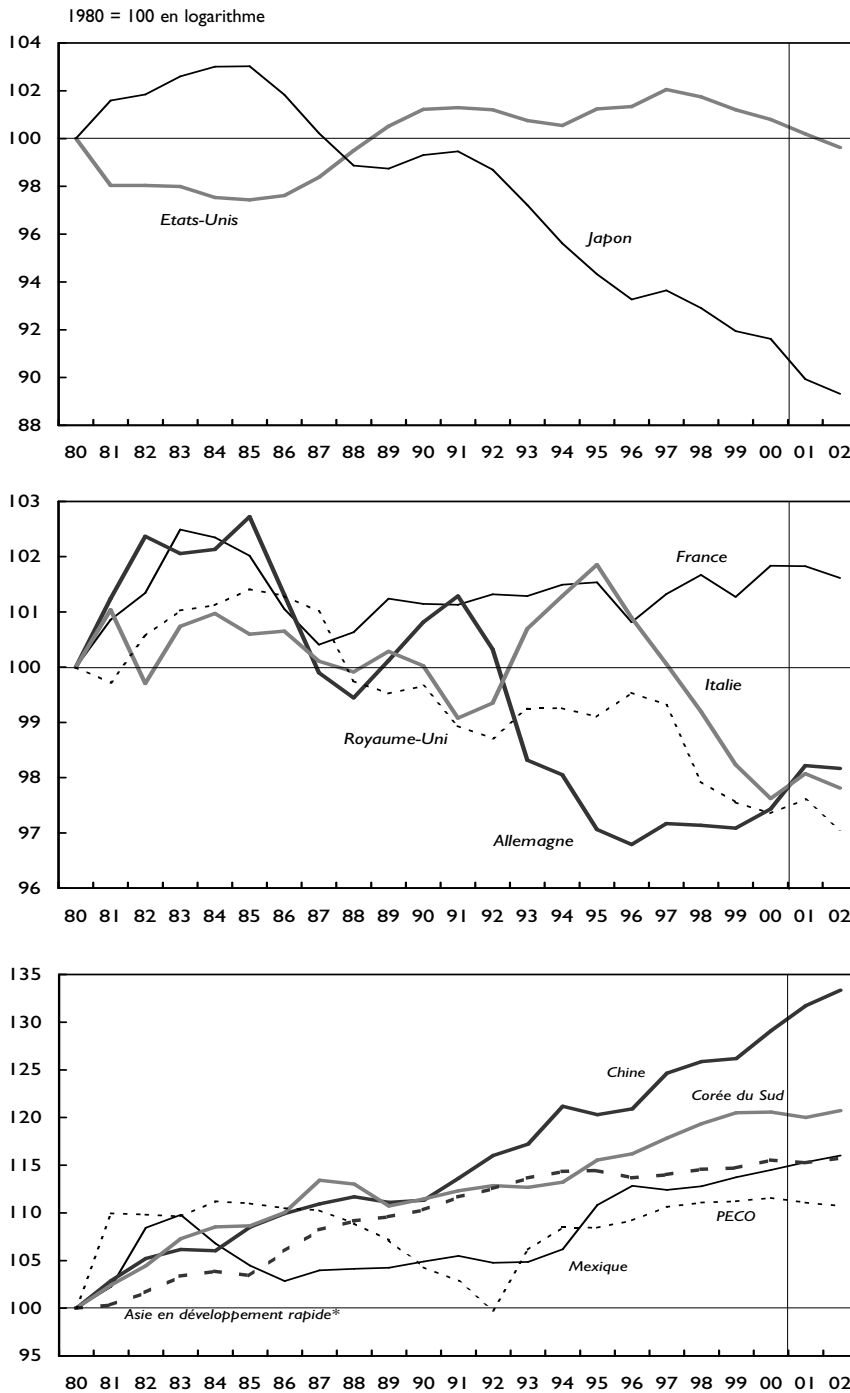
Depuis plusieurs années, le partage des parts de marché à l'échelle mondiale s'est fait en faveur des nouveaux pays industriels (graphiques 10). Parmi ceux-ci, la progression des parts de marché chinoises, si l'on en croit les statistiques officielles, est particulièrement sensible. La Corée du Sud semble avoir récemment atteint un palier. Le Mexique gagne des parts de marché en renforçant son intégration avec les États-Unis. Les PECO s'intègrent dans le commerce mondial. La situation des « anciens pays industriels » est plus difficile. Le Japon est le grand perdant ; il ne parvient pas à stopper la chute de ses parts de marché. Les États-Unis et la France sont parvenus sur les vingt dernières années à conserver leurs parts de marché. D'autres, comme l'Allemagne, l'Italie, ou le Royaume-Uni en ont perdu.

La position compétitive du Japon, mesurée par les prix relatifs des exportations de marchandises, s'est tendanciellement dégradée au cours des vingt dernières années. Les États-Unis ont, après la baisse du dollar, maintenu leurs prix relatifs jusqu'en 1996. L'appréciation du dollar a ensuite pour partie bénéficié aux exportateurs européens. En Europe, les positions relatives se sont stabilisées, à peu près à la même date avec la marche vers l'Union monétaire. Depuis, seuls les différentiels d'inflation permettent de creuser les écarts entre les pays de la zone : la France, l'Allemagne et l'Italie sont au coude à coude pour tenter de maintenir ou d'améliorer leurs positions intra-européennes, avec, au final peu de résultats. Le taux de change élevé de la livre empêche toute amélioration relative, du Royaume-Uni, et la stabilisation à un niveau relativement élevé n'a été obtenue que par le maintien de marges très comprimées à l'exportation (graphiques 11).

À l'horizon de la prévision, les évolutions des prix nationaux et des taux de change anticipées ne bouleverseraient pas la distribution des parts de marché. L'érosion de la position des États-Unis se poursuivrait jusqu'à la mi-2002 du fait de la hausse passée du dollar et, par voie de symétrie, l'appréciation anticipée de l'euro conduirait à une très légère baisse des parts de marché de la zone en fin de période. Les parts de marché pourraient enfin se stabiliser au Japon à la fin 2002. Le Royaume-Uni camperait sur sa position.

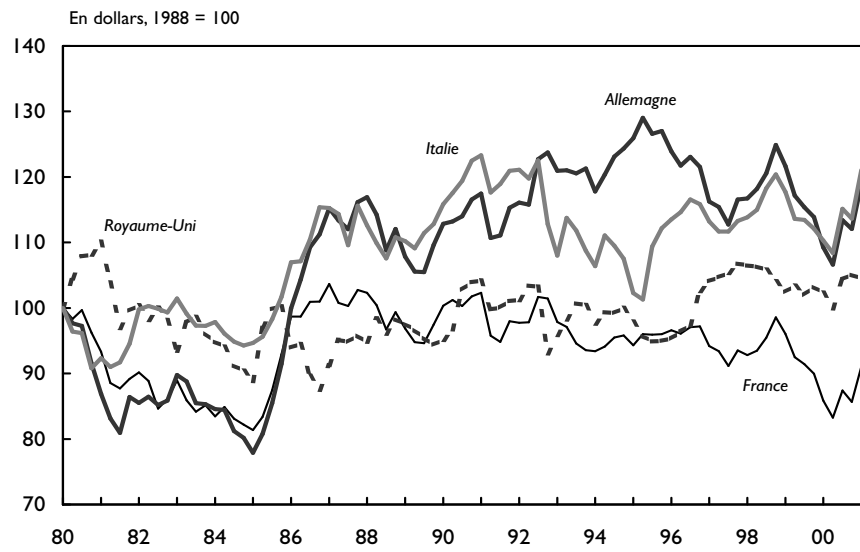
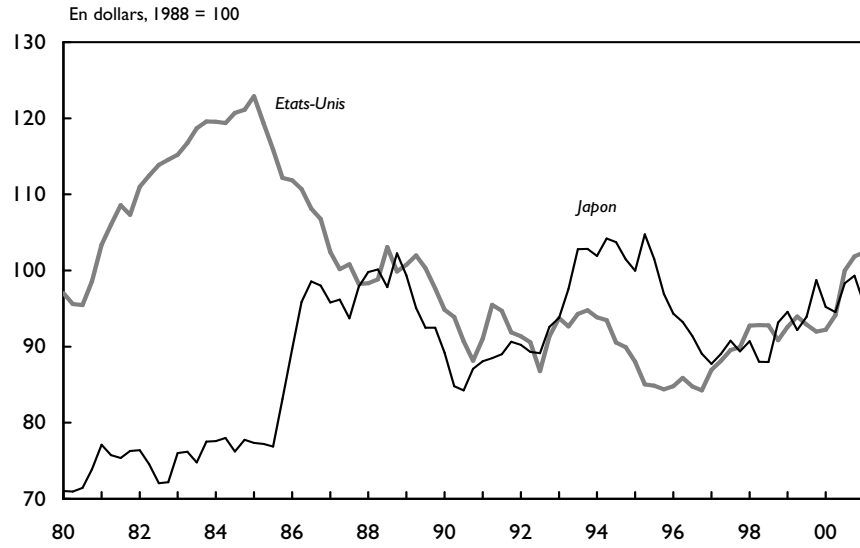
Ce scénario de « doux redémarrage » d'une activité équilibrée à l'échelle mondiale est évidemment suspendu à la reprise américaine et à l'absence d'une forte baisse du dollar qui modifierait la donne en matière de compétitivité par les prix.

10. Parts de marché



Source : Modèle MIMOSA.

II. Prix relatifs à l'exportation



Source : Modèle MIMOSA.

Pétrole : le soutien de l'OPEP, toute raison gardée

Les attentats du 11 septembre ont fortement perturbé le marché pétrolier qui reste, plus qu'à l'accoutumée, soumis à nombre d'incertitudes. Après une hausse de 6 % après les attentats (à 29,2 dollars le 14 septembre), le prix du baril de Brent a très vite retrouvé son niveau initial avant de baisser jusqu'à 20 dollars à la veille de la réunion ordinaire de l'OPEP du 26 septembre. Même sous l'hypothèse d'un scénario sans conflit armé généralisé, et d'une politique accommodante de l'OPEP, le marché devrait rester volatil pendant quelques temps.

À la veille des événements, le marché pétrolier ne connaissait pas de tensions majeures. En 2000, la reprise de la production, permise par les trois relèvements des quotas de l'OPEP (de 3,7 mbj au total), avait fait plus que couvrir le surcroît de consommation (tableau 11). Les stocks mondiaux avaient pu se reconstituer facilement (+ 3,1 mbj sur l'ensemble de l'année). Dans l'OCDE, l'ajustement restait insuffisant mais les perspectives de ralentissement de l'activité mondiale et de baisse saisonnière de la demande au premier semestre 2001 avaient modifié les anticipations et levé les tensions. Dès lors, le mouvement de repli des prix était amorcé. Après 32 dollars en novembre, le Brent baissait à 25 dollars le mois suivant pour finir l'année 2000 à 22 dollars. Le prix du panier de pétrole de l'OPEP devenait ainsi inférieur au seuil limite de 22 dollars fixé par l'Organisation et largement en deçà de son objectif de 25 dollars.

Au premier trimestre 2001, la consommation mondiale de pétrole a, comme prévu, cessé d'augmenter. Elle a baissé fortement au deuxième (- 1,7 mbj), notamment dans les pays de l'OCDE. La production lui a emboîté le pas, bien que les producteurs non OPEP aient continué d'augmenter leur production. L'ajustement a été supporté exclusivement par l'OPEP, qui, pour ne pas laisser s'installer un excédent d'offre et ramener les prix vers le niveau désiré, a réduit ses quotas (de 1,5 mbj en février, 1 en avril et de 1 en septembre). Les coupes ont été respectées à 70 % environ par les dix pays membres. Si l'on inclut l'Irak, la production a baissé de 0,6 puis 1,4 mbj aux deux premiers trimestres 2001. Le stockage s'est poursuivi sur la période. Mais dans les pays de l'OCDE, les réserves ont continué d'augmenter plus modérément que dans le reste du monde. Aux États-Unis, elles se sont accrues dans l'industrie, avec un fort mouvement pour les produits pétroliers au deuxième trimestre. En Europe, le mouvement de stockage est resté à la traîne : les stocks de pétrole brut et de produits finis ont stagné pendant tout le premier semestre 2001.

II. Équilibre du marché pétrolier

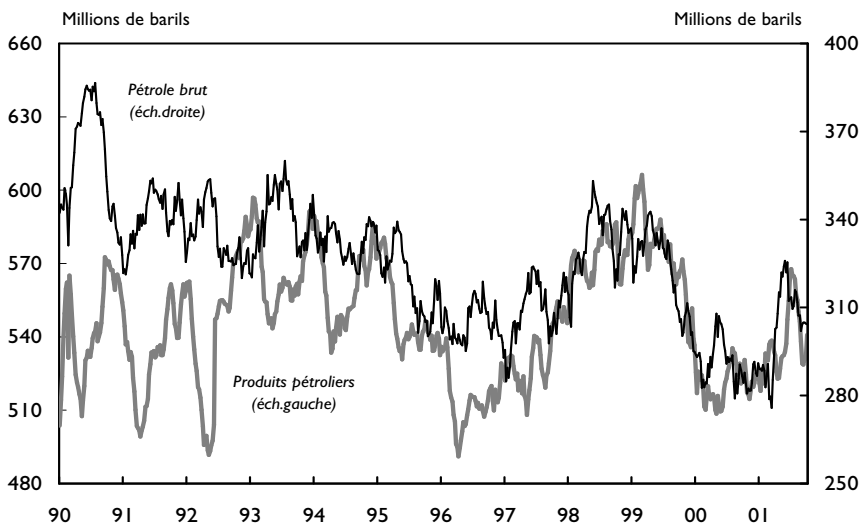
Millions de barils/jour	Trimestres												Années		
	2000				2001				2002				2000	2001	2002
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande mondiale	75,9	74,4	76,4	76,8	76,9	75,2	75,8	76,0	76,3	75,4	76,6	79,0	75,9	76,0	76,8
Production mondiale	75,2	76,3	77,1	78,2	77,7	76,0	76,3	76,2	76,8	77,5	77,5	77,9	76,7	76,6	77,4
Dont : OPEP	26,5	27,8	28,4	29,0	28,4	27,0	27,0	26,2	26,2	27,2	27,2	28,2	27,9	27,2	27,2
Non OPEP	45,9	45,6	45,8	46,3	46,4	46,1	46,4	47,0	47,4	47,1	47,1	47,5	45,9	46,5	47,3
NGL	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2	2,9	2,9	3,2
Variations de stocks	-0,7	1,8	0,6	1,4	0,8	0,9	0,5	0,2	0,5	2,1	0,9	-0,1	0,8	0,6	0,9
Variations de stocks OCDE	-0,4	1,0	0,4	-0,5	-0,1	0,9	-0,3	-0,3	-0,5	1,1	-0,1	-1,1	0,1	0,0	-0,1

Sources : AIE, calculs et prévisions OFCE.

Au troisième trimestre, les informations disponibles montrent un déstockage dans l'industrie relativement important aux États-Unis (dû en partie à la suspension des exportations irakiennes) de fin juin à mi-août (graphique 12). Les stocks se sont stabilisés jusqu'au début du mois de septembre. Les réserves de pétrole brut avoisinent le niveau moyen de 1996-1997, celles de produits finis semblent encore insuffisantes au regard des normes passées. Les réserves stratégiques du gouvernement restent à des niveaux très faibles. En Europe, la situation a continué de se dégrader en juillet et apparaît plus mauvaise qu'en 2000. Mais les réserves, rapportées à la consommation, y restent structurellement supérieures : 60 jours en Europe contre 48 aux États-Unis, ce qui laisse supposer que le niveau de tensions reste supportable. Les stocks totaux de l'OCDE se situeraient à des niveaux jugés acceptables par les compagnies. Mais le marché est loin d'être saturé, ce qui a permis de maintenir des prix relativement élevés. La politique de l'OPEP de régulation de l'offre en vue d'accompagner l'évolution de la demande a été particulièrement efficace. Sur les huit premiers mois de l'année, le prix du panier de l'OPEP atteint en moyenne 25 dollars, soit 26,2 dollars pour le Brent.

Les attentats aux États-Unis ont introduit de fortes incertitudes sur l'évolution du marché pétrolier. Les risques d'un conflit militaire impliquant les pays arabes producteurs semblent aujourd'hui écartés. Le marché s'est donc apaisé mais l'impact de la crise sur les comportements des consommateurs et des producteurs reste à très court terme encore incertain.

12. Stocks de pétrole aux États-Unis



Sources : EIA, US Department of Energy.

Dans notre scénario, la demande de pétrole est fortement ralentie jusqu'à la fin de l'année. Le coup de frein donné à l'activité mondiale à partir de septembre se répercute fortement sur la consommation de pétrole, d'autant plus que la crise économique se double d'une crise sectorielle aiguë. Les transports aériens, qui consomment 8 % de la production mondiale de pétrole, pourraient voir leur activité chuter de 20 à 25 % en fin d'année, ce qui aurait un impact négatif de 1,5 mbj. Au quatrième trimestre, la demande mondiale serait globalement soutenue par la reprise saisonnière de la demande en vue de répondre aux besoins de l'hiver ; aussi resterait-elle faible mais ne devrait pas baisser. En 2002, la consommation devrait s'accélérer progressivement avec la reprise de la confiance et avec elle, de la croissance économique. Après 0,7 mbj en 2000, la demande mondiale de pétrole augmenterait de 0,1 mbj seulement en 2001, puis de 0,8 mbj en 2002.

Les craintes de ruptures d'approvisionnement ont été vite dissipées par l'intervention rassurante du secrétaire général de l'OPEP. Le gouvernement américain est parvenu à s'allier les pays arabes dans sa lutte contre les réseaux terroristes. L'Arabie saoudite, le Koweït et d'autres pays arabes ont assuré les pays occidentaux qu'ils n'hésiteraient pas à utiliser leurs marges de capacités disponibles en cas de tensions. Aussi, après un mouvement de hausse, les prix sont revenus à leur niveau initial pour fléchir à nouveau. Car une fois le doute politique levé, les craintes se sont reportées sur le risque d'un excès d'offre au regard de la demande. Pour le moment, tout porte à croire que la politique de l'OPEP restera accommodante vis-à-vis des pays occidentaux. La réunion du 26-27 septembre à Vienne des pays producteurs laisse le montant autorisé de production inchangé au niveau de septembre (23,2 mbj). Pour soutenir l'activité mondiale, les pays de l'OPEP acceptent, au moins temporairement, un prix inférieur à l'objectif affiché. Mais l'effort est délicat car, en l'absence de remontée des prix, la cohérence de l'OPEP serait atteinte. Déjà, certains pays producteurs compensent la baisse des prix par un surcroît de production. L'OPEP a mis en place, en mars 2000, un mécanisme d'ajustement automatique de la production (coupes de 0,5 mbj) qu'elle devrait utiliser si le prix du panier OPEP tombait en dessous de 22 dollars pendant plus de 10 jours. La production de pétrole de l'OPEP devrait donc baisser au quatrième trimestre, conformément à la baisse des quotas de septembre. La position de soutien à l'activité en fin d'année devrait s'estomper avec la normalisation des comportements. Progressivement, l'OPEP reprendrait la main pour ramener les prix du pétrole OPEP vers leur objectif.

■ Division économie internationale

Les anticipations de repli de la demande ont sans doute été exagérées après le choc provoqué par les attentats. Elles ont induit immédiatement une baisse excessive des prix. Progressivement, les acheteurs devraient réviser leurs prévisions à la hausse et constater que le marché n'est pas saturé. Le prix du pétrole serait relativement bas au quatrième trimestre 2001 (24 dollars pour le Brent) mais permettrait au prix du panier OPEP de rester autour de 23 dollars, soit dans la fourchette des 22-28 dollars. Au premier semestre 2002, l'OPEP retrouverait progressivement sa capacité de réguler le marché et le ferait revenir progressivement vers son objectif de 25 dollars (c'est-à-dire 26 dollars pour le Brent au second semestre 2002).

États-Unis : mobilisation générale

Les nombreuses incertitudes géopolitiques et économiques faisant suite aux attentats du 11 septembre 2001 et l'absence de recul font de cette prévision un exercice particulièrement délicat. Les attentats viennent déstabiliser une économie déjà fragilisée par un infléchissement net de sa croissance depuis la mi-2000. Début septembre, on pouvait encore envisager qu'un repli de l'activité au cours du second semestre 2001 soit évité. Après les attentats, la question est de savoir pendant combien de trimestres l'activité va se contracter. Le scénario retenu ici est le plus optimiste que l'on puisse envisager, puisque le PIB ne se contracterait qu'au troisième trimestre 2001. La récession serait évitée grâce à l'assouplissement de la politique monétaire, engagé depuis le début de l'année, et à une forte impulsion budgétaire. La confiance des agents économiques ne serait que temporairement ébranlée et leur plus grand sentiment d'incertitude se résorberait progressivement. La croissance atteindrait 1,1 % en 2001 et 1,2 % en 2002.

Le rythme de croissance trimestriel du PIB est depuis un an inférieur à 0,5 %, situation inhabituelle en dehors des phases de récession. Les ventes d'ordinateurs ne soutiennent plus la croissance. Ce qui reste de croissance repose, sur l'ensemble du premier semestre 2001, sur la consommation des ménages et, dans une moindre mesure, sur les dépenses publiques et l'investissement résidentiel privé. Le dynamisme persistant de la consommation et de l'investissement résidentiel des ménages s'accompagne d'une très légère remontée du taux d'épargne, selon les dernières données des comptes nationaux américains (encadré 2), grâce à une croissance du revenu disponible réel assez soutenue et à un recours à l'emprunt encore important. Néanmoins, la consommation progresse maintenant à un rythme d'environ 0,7 % par trimestre, bien inférieur à 1 %, son rythme moyen depuis 1992. Le dynamisme de l'investissement résidentiel trouve sa source dans des conditions de financement très favorables liées au bas niveau des taux hypothécaires et au réinvestissement des plus-values boursières réalisées. L'effet richesse induit par la valorisation du patrimoine immobilier soutient également les dépenses des ménages¹. La chute de l'investissement productif, en particulier en TIC, commence à être importante. L'investissement productif s'est contracté de 3,9 % au deuxième trimestre, baisse sans précédent depuis vingt ans : les investissements en équipements, logiciels et bâtiments ont simultanément plongé. Le taux d'investissement en valeur est près d'1 point en deçà de son pic du troisième trimestre 2000, retrouvant ainsi, en trois trimestres, son niveau du début 1998. Mais la correction reste encore faible par rapport à la

1. Selon Alan Greenspan, pour 1 dollar de plus-values immobilières réalisées, les ménages en consommeraient 10 à 15 cents (allocution d'ouverture au colloque organisé par la banque centrale de Kansas City le 31 août 2001).

progression du taux depuis le début du cycle (+ 3,5 points entre le point bas de 1992 et le point haut). La forte baisse des importations sur le premier semestre 2001 accompagne le mouvement massif de déstockage et la baisse de l'investissement productif. La forte baisse des exportations depuis le quatrième trimestre 2000 met en évidence les problèmes de compétitivité des exportateurs américains liés à l'appréciation du dollar (+ 21 % entre 1995 et 2000) et les pertes de débouchés liées à la faiblesse des économies partenaires, essentiellement l'Asie et le Mexique.

2. La révision annuelle des comptes nationaux de juillet 2001 ¹

Les nouveaux chiffres donnent une image moins dynamique mais plus cohérente de la croissance américaine des trois dernières années. Le taux de croissance moyen de l'économie entre 1997 et 2000 est maintenant de 4,2 %, au lieu de 4,5 %. Environ la moitié de cette révision à la baisse provient de l'investissement en logiciels, et environ un tiers de la consommation des ménages. La révision à la baisse de 0,9 point de la croissance du PIB et de 1,1 point des gains de productivité en 2000 supprime l'accélération importante entre 1999 et 2000 ; elle donne un profil de croissance plus régulier et donc moins extraordinaire. Les gains de productivité moyens dans le secteur marchand entre 1995 et 2000 ne sont plus « que » de 2,3 % contre 2,6 % avant la révision, et l'accélération par rapport à 1992-1995 de 0,4 point contre 0,7 point. Le débat sur la « nouvelle économie » et la diffusion des TIC devrait prendre, sur la base de ces nouveaux chiffres, une nouvelle orientation.

Du fait de la forte révision à la hausse de la rémunération et à la baisse des profits, la progression du coût du travail et le niveau des profits sont désormais plus en ligne avec l'importance des tensions sur le marché du travail tout au long de 1999 et 2000. Une nette déformation du partage de la valeur ajoutée est engagée depuis la mi-1997, et le taux de marge des sociétés non financières baisse désormais depuis cette date. Par ailleurs, la baisse du taux d'épargne des ménages n'est plus que 3,3 points de 1997 à 2000, contre 4,4 points auparavant. La différence de profil vient surtout de l'arrêt de la chute du taux d'épargne dès début 2000, induit par un revenu disponible revu à la hausse et par des dépenses de consommation plus basses. En moyenne sur 2000, le taux d'épargne est dorénavant de 1 %.

Les révisions annuelles des comptes nationaux permettent d'intégrer des données plus complètes et plus appropriées. Les extrapolations faites en leur absence sont donc corrigées au moment où les nouvelles données sont disponibles. Par exemple, les statistiques de l'assurance-chômage sont la principale source utilisée par le BLS (*Bureau of Labor Statistics*) pour estimer les données annuelles de salaires et traitements. Ces derniers incluent, entre autres, les revenus tirés de l'exercice de certaines stock-options². En l'absence de ces données, le BEA (*Bureau of Economic Analysis*) extrapole les séries sur la base

1. Voir le numéro d'août 2001 du *Survey of Current Business*.

2. Voir l'article de Carol Moylan (septembre 2000) : « Treatment of employee stock option in the US national economic accounts », disponible sur le site du BEA (www.bea.doc.gov).

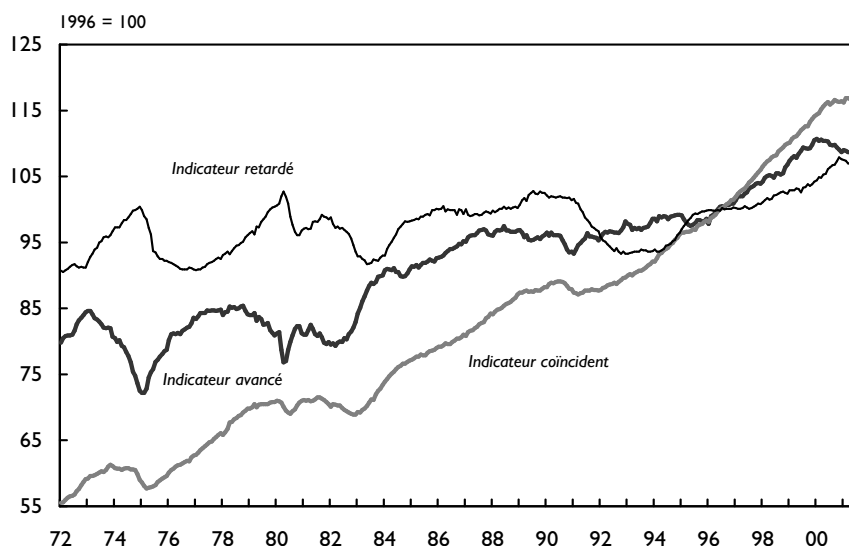
des statistiques mensuelles du *Current Employment Survey*. Or ces statistiques n'intègrent pas les revenus tirés de l'exercice des stock-options. Le BEA corrige ce biais mais de manière imparfaite. Une partie de la révision de la masse salariale pourrait donc venir de la meilleure prise en compte de ces revenus. Pour les profits, ce sont les données fiscales qui sont la principale source, mais elles sont disponibles avec deux ou trois ans de retard. Dans l'intervalle, les données issues de la comptabilité financière sont utilisées. Dans cette dernière, les profits ne sont pas affectés par l'exercice des stock-options. Les comptes nationaux, qui doivent déduire du revenu des sociétés les revenus tirés de l'exercice des stock-options, ne peuvent le faire en l'absence des données et surestiment donc les profits. Lors des révisions annuelles précédentes, l'incorporation des données fiscales avait conduit à une révision à la hausse des profits, mais ce n'est pas le cas cette fois-ci où les options exercées sont plus nombreuses. Ceci est cohérent avec la montée en puissance des entreprises de l'Internet à partir de la seconde moitié des années 1990. Relancée par ces entreprises, la distribution de stock-options s'est généralisée, mais, compte tenu des conditions d'ancienneté, leur exercice ne pouvait débiter qu'à partir de la fin des années 1990.

L'indicateur coïncident ne progresse plus depuis la mi-2000, situation exceptionnelle au regard du passé (graphique 13). Cette stagnation repose sur le maintien d'une progression du revenu primaire des ménages et des ventes industrielles et commerciales alors que l'emploi a cessé de croître depuis mars 2001 et que la production industrielle affiche une baisse de 4,8 % en glissement au mois d'août 2001. La production industrielle est le seul indicateur conjoncturel dont le comportement a une certaine conformité avec les phases de retournement antérieures : c'est le seul qui se soit clairement et durablement retourné à la baisse depuis son pic d'octobre 2000. Avant les attentats du 11 septembre, la remontée progressive de l'indice NAPM depuis le début 2001 laissait envisager que le creux était passé. En particulier, la forte progression d'août 2001 s'appuyait sur une remontée des composantes activité, nouvelles commandes intérieures et à l'exportation au-delà du seuil limite de 50. Parmi ces composantes, seules les nouvelles commandes à l'exportation sont repassées sous ce seuil limite en septembre. Le léger recul de l'indice total révèle un secteur manufacturier encore fragile, et ce d'autant plus que l'enquête de septembre n'intègre que partiellement encore les réactions aux attentats. Malgré la même incertitude sur l'impact des attentats, la hausse en septembre de l'indice équivalent pour les services, juste au-dessus du niveau limite de 50, suggère un secteur en voie de stabilisation.

Du côté du marché du travail, si l'ajustement a d'abord tardé, débutant 6 mois après le retournement de la production, il se fait aujourd'hui assez rapidement. Entre octobre 2000 (où il atteignait un point bas de 3,9 %) et août 2001, le taux de chômage a progressé de 1 point. Par comparaison, entre le précédent pic de juillet 1990 et le précédent creux

de mars 1991, il avait progressé de 1,3 point. Après un rythme moyen de créations nettes mensuelles d'emplois non agricoles d'environ 100 000 au cours du premier trimestre 2001, l'économie américaine a perdu 25 000 emplois par mois au cours du deuxième trimestre. L'ajustement porte massivement sur l'emploi manufacturier (14 % de l'emploi non agricole), avec environ 100 000 pertes nettes mensuelles d'emplois, dont près de 20 % dans les branches productrices de TIC. L'emploi dans les services (31 % de l'emploi non agricole) n'a, quant à lui, quasiment pas progressé au deuxième trimestre du fait des baisses d'emplois dans le secteur des services aux entreprises (qui comprend les emplois intérimaires) mais aussi dans l'hôtellerie, le cinéma et les activités récréatives.

13. Indicateurs composites américains



Source : The Conference Board.

La progression continue de l'indicateur avancé du *Conference Board* d'avril à juillet 2001 laissait envisager une seconde moitié 2001 un peu plus dynamique que la première. D'après l'indicateur développé par Françoise Charpin (2001)², et à partir des données disponibles début septembre, la croissance aurait été nulle au troisième trimestre et aurait rebondi à 0,5 % au quatrième trimestre. Mais la baisse de l'indicateur avancé du *Conference Board* en août relativise ce résultat : elle reflète le fait que l'assouplissement monétaire et l'arrêt de la dégradation de la confiance des consommateurs au cours des derniers mois n'avaient pas encore produit de réels effets stimulants. Les indicateurs relatifs à la

² F. Charpin : « Un indicateur de croissance à court terme aux États-Unis », *Revue de l'OFCE*, n° 79, octobre 2001.

consommation des ménages laissaient présager un tassement de la consommation : baisse de la Bourse, augmentation des demandes d'indemnités chômage et nouvelle chute des indices de confiance. Les indicateurs de commandes relatifs à l'investissement productif incitaient à envisager un ajustement supplémentaire, mais limité dans le temps, de cette composante. Le taux de marge des sociétés non financières avait d'ores et déjà retrouvé son point bas de 1993 : sa forte correction pouvait paraître quasi achevée. Le *Beige Book* du 19 septembre, sur la base d'informations collectées avant le 11 septembre, montrait que l'activité économique était restée très modérée en août et début septembre, avec une consommation des ménages atone, une activité manufacturière encore faible mais un investissement résidentiel soutenu et des pressions restreintes sur les salaires et les prix.

La situation début septembre présentait donc 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 marché du crédit, méfiance persistante à l'égard de la rentabilité des investissements en TIC), mais aussi quelques points forts (maintien du pouvoir d'achat des ménages et de leur accès au marché du crédit, taux d'intérêt bas, perspectives de production orientées à la hausse, ralentissement du déstockage). L'économie américaine pouvait-elle éviter la récession dans ces conditions ? La réponse ne sera pas tranchée. Les attentats ont soudainement fait prendre conscience aux agents économiques des risques qu'ils encouraient. Ils risquent d'accentuer des tendances attendues déjà en cours et en retardent le dénouement. Dans le scénario retenu ici, le retournement ne serait repoussé que de deux trimestres. L'impact serait important à court terme (environ 0,3 point d'activité en moins) du fait de l'interruption pendant quelques jours de certaines activités productives³ et 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 contraction de l'activité au troisième trimestre 2001 s'appuierait sur un net infléchissement de la consommation des ménages ; sur une baisse de l'investissement productif ; sur une baisse des exportations, et sur la poursuite du mouvement de déstockage résultant des difficultés

3. La part dans le PIB en volume des branches ayant interrompu pendant quelques jours leur activité, à savoir « transport aérien », « finance et assurance » et « activités récréatives », est d'environ 10 %, soit environ 900 milliards de dollars de 1996. L'arrêt de ces activités représente donc près de 4 milliards de dollars de production quotidienne perdue, 23 milliards sur 6 jours, soit environ 0,3 point de PIB. Mais cette estimation est très approximative, d'une part parce que les activités citées ci-dessus ne se sont pas interrompues sur la même durée, et d'autre part, parce que leur interruption a entraîné des ralentissements dans d'autres branches, comme l'aéronautique, la construction automobile, l'hôtellerie, les services de restauration dans les aéroports et aux compagnies aériennes, la publicité, le cinéma. Ces effets induits sont, à la fin septembre, difficilement quantifiables.

de livraison liées à la suspension du trafic aérien pendant quelques jours. Les 38 milliards de dollars de remboursements d'impôts versés tout au long de ce troisième trimestre, bien que dopant la croissance du revenu disponible, ne seraient pas d'un grand secours pour la consommation. Avant même les attentats, les chèques reçus ne semblaient pas avoir eu un impact significatif. Ils vont en fait faciliter la remontée du taux d'épargne qui s'amorçait sur la première moitié de l'année. Celui-ci a d'ailleurs déjà atteint 4,1 % en août 2001, soit son niveau le plus élevé depuis la fin 1998 et une progression de 1,6 point par rapport à juillet. La baisse des profits, engagée depuis maintenant un peu plus d'un an, pousserait à un ajustement encore important de l'investissement productif, accentué par le report, au mieux, l'annulation, au pire, de projets habituellement conclus pendant le dernier mois du trimestre pour profiter des meilleurs tarifs.

D'après les délais habituels, le relâchement de la politique monétaire engagé au début de l'année, commencerait à produire des effets à partir du quatrième trimestre. Ces effets sont brouillés par l'attentisme plus important des agents, mais ils jouent quand même leur rôle. La croissance serait tout juste nulle grâce à un moindre déstockage des entreprises ; à une moindre baisse de l'investissement productif (par effet de report des dépenses annulées le trimestre précédent) et des exportations (en ligne avec le raffermissement de la demande adressée), et au maintien d'un rythme élevé de croissance des dépenses publiques (dopées par la première tranche des 40 milliards de dollars débloqués par le Congrès au titre de dépenses d'urgence). La consommation des ménages porterait la trace de la contraction de l'emploi et de la baisse de la Bourse. Le taux de chômage, après avoir augmenté de 0,5 point entre le deuxième et le troisième trimestre, progresserait encore de 0,4 point entre le troisième et le quatrième trimestre pour atteindre 5,4 %. Cette hausse de près d'1 point correspond à la perte nette de près d'un demi-million d'emplois en 6 mois, y compris les licenciements massifs annoncés par les compagnies aériennes américaines.

La situation se stabiliserait à partir du premier trimestre 2002, permettant à la consommation de renouer avec des rythmes de croissance un peu plus élevés, mais, en moyenne annuelle, elle n'augmenterait que d'un peu plus de 1 % en 2002. Les 65 milliards de dollars de réductions d'impôts déjà votées dans le cadre de la loi de réconciliation sur la croissance économique et les allègements d'impôt⁴ alimenteraient la hausse progressive du taux d'épargne. L'investissement productif progresserait de nouveau, tout d'abord très faiblement sur le premier semestre, sous la contrainte de profits encore déprimés, puis plus rapidement, pour retrouver fin 2002 le rythme rapide des années fastes 1996-2000 (soit un peu plus de 2 % par trimestre). Stimulé par un besoin important de

4. *Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act, Public Law 107-16.*

renouvellement des équipements, par la fin de l'attentisme et par une rentabilité et une profitabilité de nouveau en hausse, un nouveau cycle d'investissements en TIC s'enclencherait. Fin 2002, la croissance trimestrielle du PIB atteindrait 0,8 %, soit quasiment le rythme moyen de 1996-2000. En l'absence de tensions sur le marché des biens et du travail, et grâce à un prix du pétrole quasi stable, l'inflation se modérerait. Elle retrouverait en 2002 un rythme moyen de 2,2 %, après 3 % en 2001.

Ce scénario pourrait être tiré vers le bas si, contrairement à ce que l'on suppose, la surréaction consécutive aux attentats, qui se manifeste à la fin du troisième trimestre, perdure et se propage, entraînant dans une spirale à la baisse investissement, emplois, consommation. Mais, compte tenu de la volonté manifeste de la part de l'administration Bush de soutenir l'activité et de l'ampleur actuelle de la marge de manœuvre budgétaire, un tel scénario devrait être évité. L'excédent budgétaire était estimé en août, par le *Congressional Budget Office* (CBO), à 153 milliards de dollars pour l'année fiscale 2001 (1,5 % du PIB), et à 176 milliards de dollars pour l'année fiscale 2002 (1,6 % du PIB)⁵. Les discussions après entre Républicains et Démocrates sur la fragilité de l'excédent budgétaire, compte tenu du ralentissement économique et des réductions d'impôts déjà votées⁶, ont fait place à un souci commun de trouver la solution la plus adaptée à la crise actuelle. Les Républicains souhaitent privilégier les entreprises en rétablissant un crédit d'impôt de 10 % sur les investissements, en augmentant de 24 000 à 50 000 dollars le plafond des dépenses déductibles pour les PME, ou encore en renonçant à une surtaxe destinée à financer les indemnités chômage. Ils réclament plus que jamais la diminution de 20 à 15 % de l'impôt sur les plus-values. Les Démocrates mettent l'accent sur les revenus des plus modestes. Ils recommandent une baisse des retenues sur les salaires les plus bas qui n'ont pas bénéficié de la récente baisse d'impôts. Ils plaident pour une augmentation des allocations chômage. Si ce n'est les 40 milliards de dollars déjà débloqués au titre des dépenses d'urgence et les 15 milliards de dollars également votés au titre du renflouement des compagnies

5. Les estimations de l'administration sont respectivement de 158 et 173 milliards. La différence entre les deux estimations pour 2001 aurait pu passer inaperçue si elle n'aboutissait à une estimation différente du signe du solde dit *on-budget*, c'est-à-dire hors comptes de la *Social Security*. En effet, le solde *on-budget* était devenu, avec l'apparition des excédents, le plus regardé, les excédents de la *Social Security* étant destinés à être accumulés pour garantir les retraites futures. Selon le CBO, le solde *on-budget* affiche un déficit de 9 milliards de dollars, alors que selon l'OMB (*Office of Management and Budget*), le solde est encore excédentaire à hauteur de 1 milliard de dollars. Lors de la publication des chiffres du CBO, les commentateurs sont donc allés bon train sur le fait que les réductions d'impôts de l'administration Bush rompaient la discipline budgétaire et dépensaient l'argent des retraites futures.

6. En mai 2001, le CBO estimait l'excédent budgétaire à 275 milliards de dollars pour 2001 (dont un excédent *on-budget* de 119 milliards de dollars) et à 5 904 milliards de dollars en cumul sur 2001-2011. D'après les estimations d'août, l'excédent cumulé ne serait plus que de 3 550 milliards de dollars. La loi 107-16 réduit à elle seule l'excédent d'environ 1 350 milliards, dont 1 260 milliards du fait de plus faibles recettes. Pour la seule année 2001, l'excédent a été révisé à la baisse de 122 milliards de dollars, dont 81 milliards dus aux changements législatifs et 25 milliards dus au ralentissement de l'économie, en particulier la baisse des profits.

aériennes américaines, rien d'autre n'a été voté pour le moment, mais les sommes annoncées sont énormes : 130 milliards de dollars (y compris les 55 milliards de dollars déjà cités). Si on compte donc une impulsion budgétaire supplémentaire d'environ 75 milliards de dollars (0,7 point de PIB), ainsi qu'un effet du ralentissement de l'activité d'environ 40 milliards de dollars (0,4 point de PIB), l'excédent budgétaire pour l'année fiscale 2002 serait réduit de 170 milliards de dollars et ne représenterait plus que 0,1 point de PIB. Pour l'année fiscale 2001 (qui s'achève le 30 septembre), l'excédent représenterait 1,2 % du PIB selon les dernières estimations du CBO⁷.

Dans le scénario présenté ici, au-delà du choc et des perturbations causés par les attentats, l'économie américaine serait capable de rebondir après la fin de la bulle provoquée par la « nouvelle économie », soutenue par un *policy mix* adapté. La spirale dépressive serait évitée, mais le risque qu'elle ne le soit pas est loin d'être nul. Une première incertitude persiste quant à la manière dont va finalement se faire la réconciliation entre un taux d'investissement encore haut et un taux de marge des entreprises déjà très dégradé. Une deuxième incertitude porte sur la longueur et l'impact de l'ajustement de la Bourse suite à l'éclatement de la bulle Internet.

7. *Monthly Budget Review*, année fiscale 2001, 26 septembre 2001.

12. États-Unis : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrds de \$ 1996	Variations par rapport à la période précédente, en %*															
		2000				2001				2002				1999 2000 2001 2002			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	1999	2000	2001	2002
Consommation des ménages	5968	1,4	0,9	1,1	0,8	0,7	0,6	0,1	-0,1	0,4	0,4	0,3	0,5	5,0	4,8	2,6	1,2
Dépenses publiques	1532	-0,3	1,1	-0,5	0,8	1,3	1,3	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	3,3	2,7	3,6	3,7
FBCF privée totale	1597	3,3	2,2	0,8	0,1	0,4	-2,8	-2,8	-2,2	0,2	0,2	0,9	1,7	7,8	7,8	-2,6	-2,6
dont : — logement	368	2,1	-0,2	-2,7	-0,3	2,1	1,4	0,9	0,7	0,5	0,3	0,2	0,0	6,7	0,8	2,1	2,2
— hors logement	1229	3,7	2,9	1,7	0,2	0,0	-3,9	-3,9	-3,1	0,1	0,2	1,1	2,2	8,2	9,9	-3,9	-4,0
Exportations de biens et services	1035	2,2	3,2	2,5	-1,0	-0,3	-3,2	-2,0	-0,2	0,6	1,3	1,9	2,3	3,2	9,5	-2,5	1,1
Importations de biens et services	1352	4,0	3,9	3,1	-0,1	-1,3	-2,0	-1,3	-0,5	1,6	1,6	1,6	2,2	10,5	13,4	-1,2	2,6
Variations de stocks, en mrds de \$ 1996	62	7,2	19,7	12,9	10,7	-6,8	-9,6	-8,0	-3,8	0,0	3,8	6,3	7,5	62,1	50,6	-28,1	17,5
PIB	8857	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	4,1	1,1	1,2
Prix à la consommation		1,0	0,7	0,9	0,7	1,0	0,8	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,2	3,4	3,0	2,2
Solde courant, en points de PIB		-4,3	-4,4	-4,6	-4,6	-4,4	-4,2	-4,2	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-3,5	-4,5	-4,3	-4,3

* À l'exception des lignes « variations de stocks » et « solde courant ».
Sources : BEA-Comptes nationaux, BLS, prévisions OFCE.

L'Amérique latine à nouveau dans la tourmente

Après deux années de croissance soutenue, l'Amérique latine connaît une nouvelle fois un retournement brutal de son cycle d'activité. Le mouvement engagé à la fin de l'année 2000 s'est amplifié au premier semestre 2001. En un an, l'activité dans la région a progressé de 0,8 % au deuxième trimestre 2001, après un rythme de 5 % au troisième trimestre 2000. Le PIB a baissé en Argentine et surtout au Mexique (de 0,5 % et 1,7 % respectivement au premier semestre 2001 par rapport au semestre précédent) et s'est stabilisé au Brésil et au Chili. Les perspectives d'amélioration sont repoussées à fin 2002, dans l'hypothèse la plus favorable. Car, comme en 1998, la région est frappée par une nouvelle onde de chocs extérieurs qui vient dégrader l'activité et risque d'induire un nouvel engrenage récessif

Depuis la fin de l'année dernière, la dégradation de l'activité internationale s'est traduite par une contraction des débouchés sur les principaux marchés à l'exportation. La demande adressée a baissé sur toute la période, ce qui s'est répercuté sur les ventes à l'étranger. Or, celles-ci représentent 20 % du PIB régional (11 % environ si l'on n'exclut le Mexique et le commerce intra-zone), avec des différences sensibles selon les pays (tableau 13). Par ailleurs, les cours des matières premières ont sensiblement chuté sur les 6 premiers mois de l'année : de 20 % pour le pétrole, de 12 % pour les matières premières industrielles, et de 2 % pour les alimentaires, qui se situaient à des niveaux déjà extrêmement bas. Or, à l'exception du Mexique qui exporte essentiellement des biens manufacturés, les pays restent très dépendants des exportations de biens primaires.

13. Structure des exportations des pays d'Amérique latine

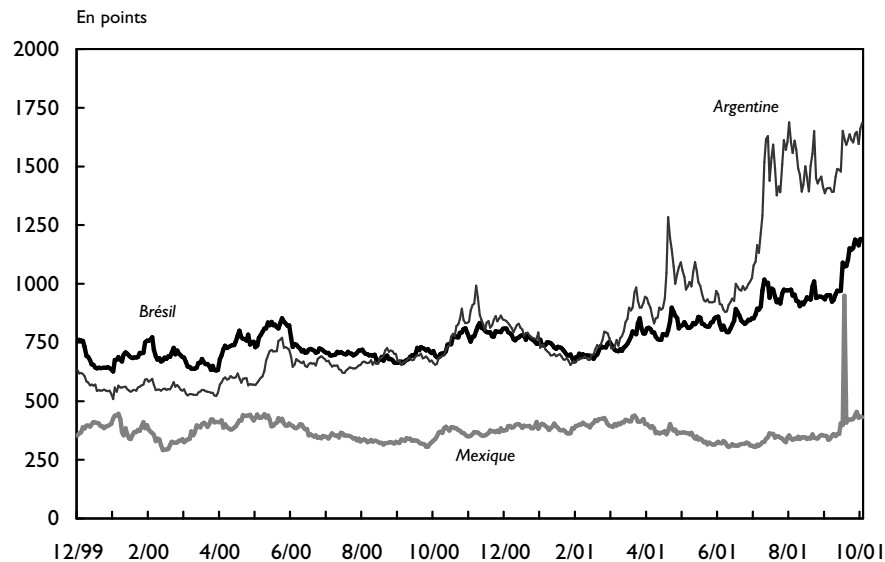
En %

	Exportations/ PIB	Répartition géographique des exportations (en % des exportations totales)			
		États-Unis	U E	Amérique latine	Autres
Argentine	12,0	11,0	20,8	46,3	21,9
Brésil	10,2	22,2	27,2	23,9	26,7
Chili	36,6	17,9	22,0	23,7	36,4
Colombie	18,3	50,1	17,1	23,8	9,0
Mexique	33,5	84,1	3,4	4,3	8,2
Pérou	17,1	35,8	21,4	18,8	24,0

Sources : CEPAL, CHELEM.

Comme en 1998, à la dégradation des termes de l'échange et des volumes exportés, s'est superposé un nouveau durcissement des conditions de financement sur le marché international des capitaux, dû à la contagion du risque argentin. Enlisée dans une crise économique et financière depuis 3 ans, l'Argentine a bénéficié d'un soutien important de la communauté financière internationale : les 5 milliards de dollars du FMI obtenus en août dernier s'ajoutent aux 40 milliards de prêts de décembre 2000 et aux accords de swaps avec les principaux bailleurs privés en juin pour réduire les engagements de court terme. Les engagements financiers du gouvernement sont couverts à l'horizon de la fin 2002. Mais les aides ne pourront être renouvelées et les anticipations des marchés restent très pessimistes quant à la solvabilité externe du pays : compétitivité dégradée, conditions monétaire et budgétaire procycliques et absence de marge de manœuvre des autorités du fait du système de *currency board*⁸. En cas d'effondrement financier argentin, les investisseurs craignent les conséquences sur le Brésil, principal partenaire de l'Argentine, et le reste de la région. Cette crise de confiance se traduit par une hausse des primes de risque sur les marchés obligataires depuis le début de l'année, avec une envolée très forte en juin, et une fragilisation des monnaies (graphique 14). Entre décembre 2000 et la fin du mois d'août, le peso chilien a perdu 15 % de sa valeur face

14. Indice risque-pays* pour l'Argentine, le Brésil et le Mexique



* Écart de rendement entre le titre de référence du pays et les bons du Trésor des États-Unis à long terme
Source : J.P. Morgan.

8. La crise financière en Argentine est analysée pour longuement dans : Christine Riffart : « à l'impossible, l'Argentine ne peut être tenue », *Lettre de l'OFCE*, n° 209, octobre 2001.

au dollar, le réal brésilien 25 %. Seul, le Mexique bénéficie d'importantes entrées de capitaux, notamment sous forme d'investissements directs et voit sa monnaie s'apprécier.

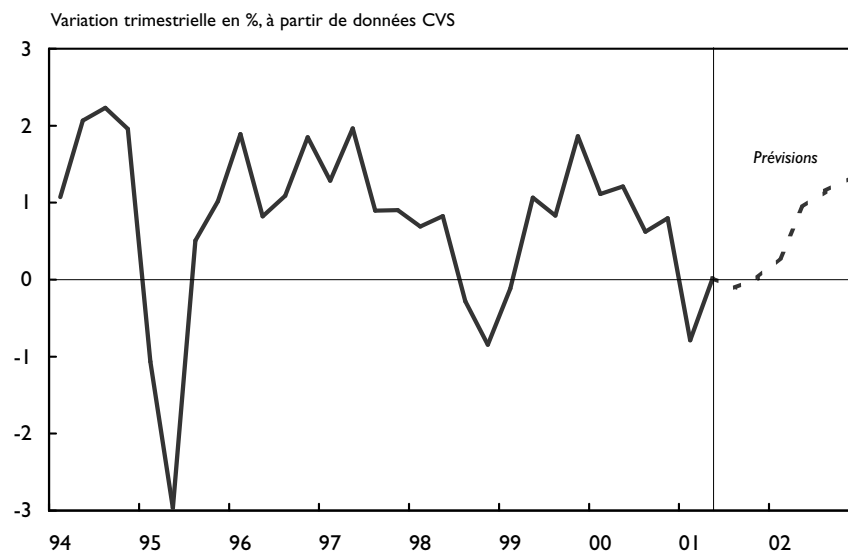
Pour soutenir sa monnaie sans peser sur l'activité, la banque centrale du Chili a opté pour une intervention massive sur le marché des changes. Après 2,5 milliards de dollars récemment vendus sur le marché des changes, elle vient de décider un nouveau plan de soutien d'un montant de 4 milliards de dollars financé par des émissions de titres et le recours aux réserves officielles. Au Brésil, les autorités ne sont pas intervenues mais pour contenir les pressions inflationnistes et respecter la cible d'inflation, la Banque centrale a relevé son taux directeur de 15,25 % en mars à 19 % en septembre. Sur la période, l'inflation s'est accrue d'un point et semble pour le moment bien contrôlée. La politique monétaire reste donc très vigilante. En parallèle, les autorités, engagées auprès du FMI dans un programme d'ajustement budgétaire depuis 3 ans, maintiennent le cap. Le respect des engagements apparaît d'autant plus important aujourd'hui que le service de la dette est fortement sensible à la variation du taux de change (75 % de la dette domestique est liée au dollar) ou des taux d'intérêt. Si le renchérissement du service de la dette n'a pas encore posé de problème, il pourrait devenir rapidement insoutenable si la situation venait à perdurer. La dette est déjà passée entre la fin 2000 et août dernier de 49,5 à 53,7 % du PIB. Pour rassurer les marchés, les autorités viennent de renégocier un prêt de 15 milliards de dollars au mois d'août dernier. Par ailleurs, le pays est confronté à une crise énergétique aiguë liée à la baisse de production des centrales d'hydroélectricité, et qui a conduit les autorités à rationner de 20 à 25 % la consommation d'énergie électrique.

Les perspectives de croissance pour l'Amérique latine restent subordonnées à l'allègement des contraintes externes. Néanmoins, à la différence de 1998, la région bénéficie de certains avantages. Les taux de change sont désormais flottants dans la plupart des pays. Les autorités ont donc davantage de liberté pour gérer la crise. Les dépréciations offrent un regain de compétitivité qui pourrait s'avérer bénéfique pour relancer les exportations. Mais la dépendance aux marchés des capitaux étrangers et la fragilité des finances publiques restent les maillons faibles. De plus, les attentats de septembre aux États-Unis pourraient retarder la levée des contraintes externes, au moins à court terme, du fait d'une aversion au risque plus forte des marchés financiers et d'un ralentissement de la demande adressée. Le creusement de l'activité mondiale sera plus marqué qu'initialement prévu au moins jusqu'au début de l'année prochaine et le dollar pourrait continuer de jouer son rôle de valeur refuge, au détriment des pays émergents. Ont déjà été observés durant la seconde quinzaine de septembre, un relèvement des primes de risque et une baisse des monnaies pour certains pays d'Amérique latine. Au Mexique, la production devrait être mécaniquement affectée

par le blocage des échanges frontaliers avec les États-Unis aux troisième et quatrième trimestres.

Le risque d'une nouvelle crise financière en Amérique latine ne peut donc être totalement exclu. Nous avons cependant fait ici 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. Le programme de renégociation de la dette extérieure (sorte de plan *Brady bis*) qu'envisage le secrétaire du Trésor des États-Unis pourrait, s'il était effectivement conclu, desserrer les engagements financiers du gouvernement et modifier les anticipations à moyen terme du pays. 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 (graphique 15).

15. Croissance du PIB en Amérique latine



Source : À partir de données FMI, prévisions OFCE.

Japon : la déflation à l'œuvre

L'activité japonaise, qui avait pratiquement stagné depuis le premier trimestre 2000, a rechuté au printemps 2001. Un recul supplémentaire est déjà acquis pour le troisième trimestre. La récession s'est donc installée et confine à la déflation ; les prix reculent à la fois à la production et au détail ; la masse monétaire croît entre 2 % et 3 % l'an, mais sous le seul effet des rentrées de devises et des créances sur l'État, les crédits bancaires continuant de se contracter à un rythme de 4 % l'an. Hormis la consommation, qui aura progressé d'environ 0,5 % du deuxième trimestre 2000 au deuxième trimestre 2001, les composantes de la demande privée se sont tour à tour contractées : au premier semestre de cette année, les dépenses de logement ont brusquement baissé, une fois passée l'échéance des avantages fiscaux, et se retrouvent en retrait de plus de 9 % sur un an ; depuis le quatrième trimestre 2000, les exportations se sont contractées de 6,5 %, subissant à la fois le tassement de la demande européenne et américaine et le retournement du cycle électronique ; l'investissement privé, qui progressait encore vigoureusement à fin 2000, doit maintenant s'ajuster rapidement aux pertes de débouchés ainsi qu'à la dégradation des profits.

Contrairement aux années précédentes, les dépenses des administrations ne sont plus là pour compenser les défaillances du privé. En 2000, la croissance de la consommation publique avait à peu près contrebalancé le recul des investissements de l'État et des collectivités locales. En 2001, elle n'y parvient plus. La politique budgétaire, devenue restrictive, ajoute au marasme général.

Certes, depuis plusieurs années, l'efficacité des lourds programmes de relance à base de dépenses d'infrastructures était de plus en plus remise en question : d'une part, on n'avait pas de garantie que ces dépenses engendrent de substantielles externalités en améliorant l'environnement des entreprises ; d'autre part, l'alourdissement de la dette publique faisait craindre une réaction négative des agents privés, anticipant de futurs relèvements d'impôts. En pratique, on n'a guère noté de signes de comportements de précaution accrus, que ce soit du côté des ménages ou des entreprises ; de même, on n'a pas non plus relevé de fuite devant les obligations d'État, dont les taux de rendement se situent en deçà des 1,5 % l'an. Quoiqu'il en soit, la période des hauts niveaux d'investissement public est révolue ; le gouvernement Koizumi a été élu sur un programme qui s'est engagé à contenir le déficit des administrations ; sa crédibilité dépend largement de sa capacité à résister aux demandes des anciens caciques du Parti libéral démocrate. Elle sera testée lors de la présentation, début novembre, du budget supplémentaire actuellement en préparation. Celui-ci s'annonce d'ores et déjà très difficile à boucler, le gouvernement ayant fixé à l'avance à 30 trillions de yen le plafond d'émission des nouvelles obligations pour l'année fiscale

2002, ce qui ne laisse au mieux qu'environ 2 trillions de yen disponibles au-delà du budget initial. Ceux-ci seraient exclusivement consacrés à des dépenses d'infrastructures à caractère social et à l'indemnisation du chômage. Le marché obligataire risque toutefois d'être davantage sollicité que prévu, car la récession en cours fait entrevoir des pertes de recettes fiscales ; par ailleurs, l'impact dépressif des attentats est une circonstance exceptionnelle plaidant pour une politique moins restrictive.

La politique monétaire est redevenue accommodante en mars 2001, la Banque du Japon s'engageant à fournir davantage de liquidités au marché, en relevant son plafond de détention d'obligations publiques, tant que la baisse des prix n'aura pas été éradiquée. En conséquence, les taux d'intérêt à court terme sont à nouveau proches de zéro. L'aisance monétaire retrouvée ne peut cependant avoir d'impact rapide, compte tenu de la situation toujours très préoccupante du système financier. La baisse continue des prix des actifs et des biens a renforcé le risque de thésaurisation des liquidités apportées par la Banque centrale ; la chute du Nikkeï en deçà de 10 000 a fait disparaître les plus-values latentes qui pouvaient subsister dans l'actif des banques. Devant l'impuissance des opérations d'*open market* traditionnelles plusieurs suggestions sont faites à la Banque centrale : achats de titres privés ou de devises étrangères, adoption d'une cible d'inflation. Leurs auteurs, membres du LDP, ministre de l'Économie et des Finances, directeur de l'Institut des études monétaires et économiques de la Banque du Japon, espèrent ainsi faire cesser le *credit crunch* et dégeler les comportements attentistes des consommateurs.

La Banque s'avère peu réceptive à ces propositions, souvent peu opérationnelles ou ambiguës, notamment en ce qui concerne la cible d'inflation. Comment atteindre une telle cible ? La transition vers cette cible doit-elle se faire progressivement ou par un choc monétaire provoquant un ajustement radical des prix visant à soulager les débiteurs ? Dans le premier cas, l'on ne s'écarterait guère de la politique actuelle et l'impact psychologique risque d'être fort limité ; dans le second, associé à une forte inflation transitoire, la crédibilité de la Banque centrale est en danger et pourrait provoquer un krach obligataire. Le débat étant loin d'être clos, les mesures d'assouplissement prises après le 11 septembre restent dans la ligne des interventions récentes. Le taux d'escompte a été ramené de 0,25 % à 0,10 %, et l'accès aux prêts de type Lombard a été étendu en durée, ce qui devrait limiter les fluctuations du taux de marché monétaire en le maintenant proche de zéro. Les interventions sur le marché des changes, par ventes de yen, pourront alimenter le marché monétaire, c'est-à-dire qu'elles ne seront pas stérilisées. La prochaine étape pourrait être l'ouverture de prêts de la Banque centrale à l'organisme chargé de la collecte et du traitement des mauvaises créances (RCC) ; la condition est l'adoption

par le gouvernement d'un système plus strict d'évaluation des crédits aux entreprises à risque.

Les taux d'intérêt publics à 10 ans vont donc rester proches de leur niveau récent, entre 1 ¼ % et 1,5 %, les marchés ayant en définitive peu de raisons de s'inquiéter de l'évolution de la dette publique dans le climat actuel favorable aux restructurations. Cette situation fait au moins un bénéficiaire : les compagnies d'assurance-vie, dont les récents engagements vis-à-vis des souscripteurs sont retombés de 2 % en 2000 à 1,5 % en 2002. Ils redeviennent de ce fait acheteurs de titres à 20 ans dont le rendement se situe autour de 2 % et contribuent aussi à stabiliser les taux longs.

Le moral des ménages pâtit de cet environnement déflationniste, qui ôte tout espoir de renouer avec des taux de croissance égaux ou supérieurs à 2 % l'an. Réagissant au tassement de l'activité, les salaires du deuxième trimestre 2001 sont en retrait sur un an, les paiements d'heures supplémentaires et les primes reculant respectivement de 2,3 % et 1,4 %. L'emploi, relativement préservé jusqu'à présent, amorce à son tour un repli. Les licenciements vont s'accélérer dans l'industrie, spécialement dans la construction électrique, lieu des nouvelles technologies ; les embauches dans le tertiaire ralentiront. La montée des faillites, qui accompagnera la liquidation des mauvaises créances, associée aux destructions de richesse, va rendre les consommateurs encore plus prudents. Leur propension à consommer, stabilisée depuis trois ans et même temporairement accrue durant les premiers mois de l'année 2001, amorce une rechute. La consommation totale va donc au mieux stagner en 2002.

L'investissement va continuer à reculer en raison du recul généralisé des débouchés. Les exportations baisseront encore au quatrième trimestre 2001. L'ajustement des stocks risque de s'intensifier jusqu'au milieu de l'an prochain. Le secteur de l'information et de la communication pourrait alors se redresser en bénéficiant des besoins de renouvellement et de modernisation. La reprise des dépenses d'équipement n'interviendrait pas avant la deuxième moitié de 2002. L'ajustement du stock de capital productif est loin d'être achevé, au vu du taux de rendement sur actifs totaux toujours très faible (entre 3 et 4 %, soit moitié moindre que durant les années 1980). La quasi-impossibilité de faire appel à des financements externes oblige les entreprises à puiser dans leurs ressources propres pour mener à bien le nettoyage des bilans. Au moment où les profits fléchissent, il en résulte une forte incitation à réduire le taux d'investissement (celui-ci est actuellement proche de 17 % alors que le taux correspondant à la croissance actuelle serait compris entre 13 et 14 %) en n'effectuant que les investissements les plus rentables, et à privilégier les équipements à plus courte durée de vie pour réduire le coefficient de capital.

Seule la hausse de la consommation publique en 2002 viendra s'opposer modestement aux forces déflationnistes à l'œuvre. Le Japon sera donc tributaire d'une éventuelle reprise étrangère, et surtout dépendant des États-Unis. Le scénario retenu ici est qu'un nouveau cycle de croissance se mette en place au second semestre, les secteurs innovateurs mettant à profit l'aisance monétaire retrouvée mondialement. La récession se limiterait alors à 2001, sans toutefois espérer beaucoup mieux qu'une stabilisation du PIB l'an prochain. En revanche, le risque de dépression serait grand si le dollar venait à fléchir brusquement. En dépit de son tassement récent, l'excédent courant va rester substantiel et continuer à poser de difficiles problèmes de recyclage accrus par la réduction des écarts de rémunération.

14. Japon : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrds de yen 1995	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		2000				2001				2002				1999 2000 2001 2002			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	1999	2000	2001	2002
Consommation des ménages	287988	2,0	0,1	0,0	-0,6	0,6	0,5	-0,3	-0,5	0,2	0,1	0,2	0,2	1,2	0,5	0,3	0,0
Consommation publique	82423	1,0	1,2	0,5	0,9	0,0	0,8	1,0	1,0	0,0	1,0	1,0	1,0	4,0	3,6	2,6	3,0
FBCF totale	141612	2,2	-1,1	-2,5	4,5	0,0	-4,0	-2,6	0,0	0,9	0,0	-0,3	1,0	-0,8	0,6	-2,6	-1,4
dont : — productive privée	80191	1,9	-2,5	1,5	6,7	-0,9	-2,8	-3,1	-0,6	-0,6	0,0	1,2	1,2	-4,3	4,4	0,1	-2,5
— logement	20122	4,6	-5,3	0,5	4,5	-5,2	-8,8	5,0	2,5	0,0	0,0	2,0	2,0	0,8	1,6	-6,7	3,5
— publique	41299	1,5	4,0	-11,9	-0,6	5,2	-4,1	-5,0	0,0	5,0	0,0	-5,0	0,0	6,1	-7,3	-6,3	-1,3
Exportations de biens et services	53056	4,4	4,0	0,2	0,8	-3,6	-2,9	-3,0	-0,2	1,1	1,0	1,4	2,2	1,3	12,1	-5,5	0,6
Importations de biens et services	42126	0,4	3,9	1,3	5,1	-2,1	-2,5	-3,2	-1,3	0,4	1,4	1,4	2,8	2,9	9,9	-0,6	-0,4
Variations de stocks, en mrds de yen 1995	-675	-284	-12	-152	-38	20	-72	-200	-450	-700	-800	-700	-600	-2614	-487	-702	-2800
PIB	522278	2,4	0,1	-0,7	0,6	0,1	-0,8	-0,7	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,6	0,8	1,5	-0,7	0,1
Prix à la consommation		-0,7	0,3	-0,3	0,2	-0,3	-0,1	-0,5	0,2	-0,5	0,1	-0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,5	-0,7
Solde courant, en points de PIB		2,6			2,4	2,0			2,2	2,5		2,5		2,5	2,5	2,1	2,5

* À l'exception des lignes « variations des stocks » et « solde courant ».
Sources : EPA, prévisions OFCE.

L'Asie en développement suit les aléas de la conjoncture mondiale

Au premier semestre 2001, l'Asie en développement a accusé un très net fléchissement de son activité. Seule, la Chine continue de croître à un rythme de 8 % sur un an. Après avoir atteint 10 % sur l'ensemble de l'année 2000, la croissance stagne à Hong Kong et Singapour au deuxième trimestre 2001. En Corée du Sud et en Malaisie elle est passée d'une moyenne de 8,5 % l'année dernière à des glissements annuels de 2,7 % et 0,5 % respectivement au deuxième trimestre. À Taiwan, elle enregistre un recul de 2,4 % sur la même période. Au troisième trimestre, le retournement se poursuit. Sur un an, la production industrielle du mois d'août baisse dans tous les pays, sauf en Chine, dans une fourchette allant de 6 % en Malaisie à 21,4 % à Singapour.

Très dépendantes de leur commerce extérieur, les économies d'Asie ont souffert de deux chocs externes : le ralentissement de l'économie mondiale, et principalement des grands pays industrialisés qui représentent plus de la moitié de leurs débouchés externes, et le retournement brutal du cycle de l'électronique au premier semestre (tableau 15). Après deux années de forte expansion, les ventes mondiales en valeur de semi-conducteurs ont chuté de moitié en un an. Ces chocs frappent au premier chef les pays les plus ouverts, les plus engagés commercialement aux États-Unis et/ou les plus spécialisés sur le secteur de l'électronique. Singapour et la Malaisie sont, à ces égards, les plus exposés, tout comme les Philippines et Taiwan. La Thaïlande et la Corée

15. Structure des exportations des pays d'Asie

En %

	Exportations/ PIB	Répartition géographique des exportations (en % des exportations totales)				
		États- Unis	Japon	UE	Asie Sud-Est	Autres
Indonésie	24,4	14,8	20,3	14,8	33,5	16,7
Corée du Sud	46,4	20,6	11,2	13,6	20,7	34,0
Hong Kong	200,5	21,7	2,5	25,3	12,9	37,6
Singapour	162,0	20,1	6,4	16,0	43,3	14,2
Taiwan	49,4	28,0	10,4	17,2	22,3	22,1
Malaisie	110,3	25,2	12,8	14,0	32,6	15,4
Philippines	51,0	35,5	15,2	14,4	26,6	9,0
Thaïlande	58,0	23,1	14,7	17,5	23,7	21,0
Chine	25,0	33,5	18,1	19,3	14,4	14,8

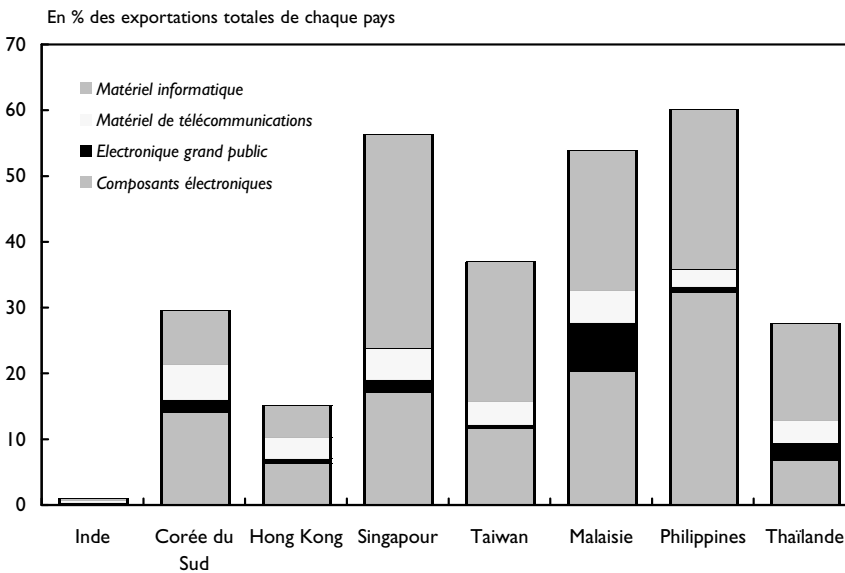
Sources : FMI, CHELEM.

du Sud sont structurellement un peu mieux protégées (graphique 16). Ces chocs externes sont amplifiés par le degré élevé de l'intégration régionale de l'Asie. L'ensemble des pays de l'Asie en développement ont enregistré une baisse notable de leurs exportations depuis la fin de l'année dernière. En Corée du Sud, elles avaient baissé sur un an, en dollars, de plus de 15 % en juin dernier.

La dégradation de l'activité a fragilisé les monnaies de la région. À l'exception de l'Indonésie, en proie à une crise politique aiguë qui s'est dénouée en juin, les monnaies se sont légèrement dépréciées dans la première moitié de l'année. Face au dollar, elles ont perdu environ 10 % de leur valeur et les réserves de change ont baissé dans tous les pays, témoignant d'importantes interventions des Banques centrales.

Néanmoins, à la différence de 1997, la récession actuelle ne semble pas se doubler de nouvelles tensions financières qui inquiéteraient les marchés. L'assainissement des systèmes bancaires est en cours, même si des progrès restent encore à faire, et la contrainte de l'endettement a été levée dans la plupart des pays, notamment en Corée du Sud. Les soldes courants restent excédentaires.

16. Exportations de produits de l'informatique et de l'électronique



Source : CHELEM.

Malgré la détérioration de l'environnement extérieur, la demande intérieure, bien que ralentie, a pu soutenir l'activité dans certains pays. Mais son impact est resté limité. Pourtant, les autorités disposent de certaines marges de manœuvre. Les finances publiques sont dans une situation favorable du fait de fortes rentrées fiscales en 1999 et 2000. La politique budgétaire reste plutôt accommodante dans tous les pays, notamment en Corée du Sud, en Malaisie, en Thaïlande et surtout en Chine. La politique monétaire a bénéficié de la baisse des taux d'intérêt américains : les taux d'intérêt ont pu baisser en Corée du Sud, à Taiwan et à Hong Kong. Mais la hausse de l'inflation pourrait geler le mouvement. Les taux d'investissement restent très bas dans la région, les entreprises ajustant leurs capacités de production à une demande anticipée à la baisse. Le climat de confiance reste faible du fait d'une forte montée du taux de chômage.

La croissance en Asie devrait attendre pour repartir la reprise des principaux pays industrialisés et celle du cycle de l'électronique. Celles-ci surviendraient progressivement dans le courant du premier semestre 2002, avec son habituelle vigueur pour la deuxième. La croissance de la région hors Chine pourrait donc avoisiner 2,3 % en 2001 et 3,5 % en 2002. La Chine, dont la demande intérieure compensera largement le ralentissement des exportations, pourrait croître de 8 % l'année prochaine.

Royaume-Uni : sans perdre l'équilibre

À la mi-2001, l'économie britannique affichait une croissance de 2,3 % en glissement sur un an, contre 3,3 % à la même époque en 2000. Ce ralentissement de l'activité n'est pas particulièrement préoccupant vu la situation macroéconomique. Après neuf ans de croissance économique ininterrompue, le taux de chômage a rejoint en août dernier son plus bas niveau depuis août 1975 (5 % au sens du BIT ; 3,1 selon le concept national), soit sept points de moins qu'à la sortie de la récession du début des années 1990. Dans cette économie apparemment proche du plein emploi, l'inflation n'a pas accéléré et reste légèrement en deçà de la cible de la politique monétaire. Le solde public était excédentaire de 1,9 point de PIB en 2000⁹. Cependant, le solde extérieur reste déficitaire d'environ 2 % du PIB.

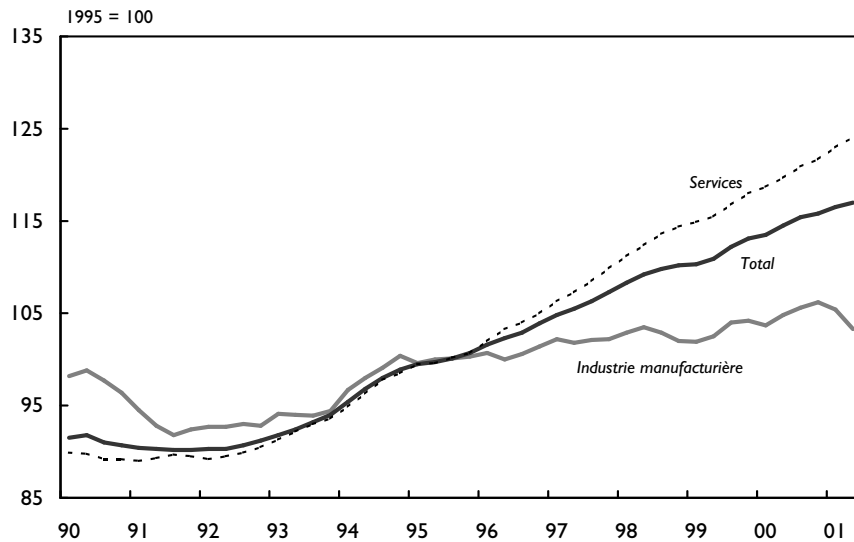
C'est là le talon d'Achille de l'économie britannique. La croissance est depuis plusieurs années tirée par une demande intérieure soutenue, en premier lieu par la consommation des ménages. La livre sterling, qui persiste à un niveau élevé depuis quatre ans, fragilise les secteurs exposés à la concurrence internationale. L'industrie manufacturière est à nouveau en récession, la production accusant une baisse de 4 % sur les sept premiers mois de l'année, tandis que la production de services continue à croître à des rythmes annuels de 3,5 % (graphique 17). La production industrielle n'est supérieure que de 13 % au niveau atteint lors de la récession de 1991, celle des services de près de 40 %. Dans cette situation, l'environnement international particulièrement favorable de l'année 2000 était providentiel. En offrant des débouchés à l'exportation, il allégeait l'industrie d'une partie des contraintes imposées par le niveau du taux de change. Il évitait à la Banque centrale, soucieuse de prévenir un emballement de la demande intérieure, de devoir baisser les taux d'intérêt pour soutenir l'activité industrielle. La stabilité du taux de change avait par ailleurs l'avantage de limiter les pressions inflationnistes externes dans une économie tournant pratiquement à plein régime. Le brusque freinage de la croissance mondiale fragilise un subtil dosage de la politique monétaire.

La demande extérieure adressée au Royaume-Uni s'est inscrite en baisse au premier semestre après une progression de 12 % en 2000. Les exportations ont commencé à baisser au deuxième trimestre et le mouvement s'est poursuivi en juillet et en août. La baisse simultanée des importations a cependant limité la dégradation du solde commercial, dont le déficit atteignait tout de même 3,5 points de PIB au premier semestre. La faible progression des marchés extérieurs anticipée pour le second semestre devrait conduire à une hausse quasiment nulle des

9. Hors recettes des licences UMTS ; + 4,3 points de PIB y compris ces recettes.

exportations, en attendant la reprise des échanges en 2002. La compétitivité-prix des produits britanniques resterait bridée par un taux de change effectif élevé, malgré la baisse anticipée de 5 % de la livre par rapport à l'euro à l'horizon de la fin 2002 ; l'industrie britannique ne devrait pas parvenir pas à arrêter la lente érosion de ses parts de marché.

17. Évolution de la valeur ajoutée au Royaume-Uni



Source : ONS.

Le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre est depuis plusieurs mois particulièrement attentif à l'évolution de l'environnement extérieur. Le CPM a commencé à baisser les taux directeurs en février, par cinq tranches successives de 0,25 point, amenant les taux à 4,75 points en septembre. La baisse de septembre était plus modeste que celle décidée par la Fed et la BCE. Elle a aussi été annoncée un jour plus tard, le jour de la publication de l'indice des prix d'août, en hausse de 2,6 % en glissement sur un an, soit juste au-dessus de l'objectif central de la politique monétaire. Cette hausse est vraisemblablement temporaire¹⁰. Elle laisse le Royaume-Uni avec le plus faible taux d'inflation de l'UE 15 (1,8 % pour l'IPCH, contre 2,6 dans l'UE 15). Le CPM a abaissé son taux de 0,25 point supplémentaire lors de sa réunion du 4 octobre. Les marges de manœuvre sont désormais faibles. La politique monétaire est maintenant pratiquement neutre, au vu des taux suggérés par une règle de politique monétaire de Taylor.

10. Elle résulte d'un effet « de base » : 0,2 point de la hausse de l'indice entre juillet et août s'explique par une plus faible baisse des prix des carburants en août qu'un an plus tôt à la même époque ; 0,1 par la hausse des prix des produits frais.

Les risques d'une accélération de l'inflation interne sont limités. Le taux de chômage est certes particulièrement bas, mais il a atteint un plancher avec le ralentissement en cours de l'activité. Les salaires ont retrouvé, après la hausse traditionnelle du début d'année (liée à des versements de primes), un rythme de 4,4 % en glissement sur un an (à l'exception du secteur public où une revalorisation des salaires, restés plusieurs années en arrière des hausses du secteur privé, est en cours). La hausse des salaires réels était, jusqu'au premier trimestre 2001, toujours en ligne avec l'évolution de la productivité, qui progressait de 2,1 % en glissement dans l'ensemble de l'économie et de plus de 5 % dans l'industrie manufacturière. Le ralentissement de la croissance s'est accompagné au deuxième trimestre d'une décélération des gains de productivité (respectivement 1,6 % et 2,5 %).

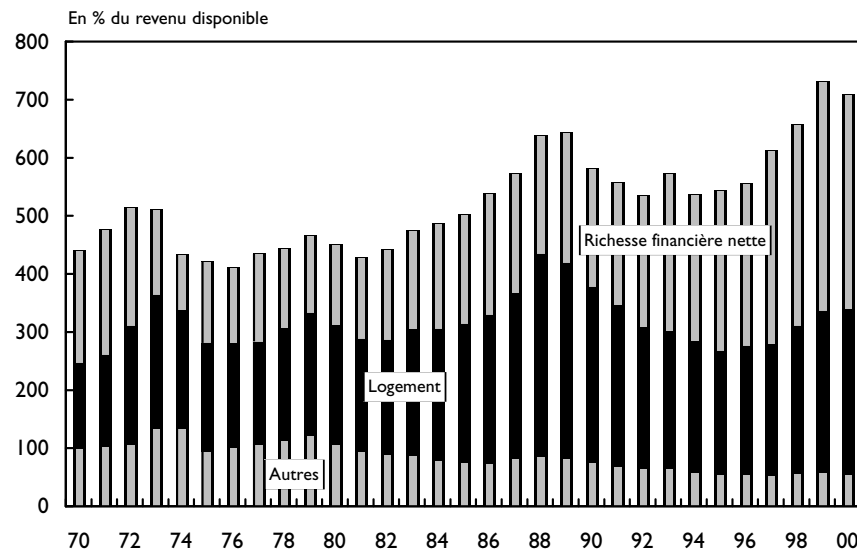
La production devrait continuer de baisser dans l'industrie manufacturière au second semestre. Les opinions des industriels sont en dégradation continue depuis le début de l'année : perspectives de production, carnets de commande totaux et à l'exportation. Elles restent cependant supérieures aux niveaux du creux conjoncturel de la fin de l'année 1998. Le taux d'utilisation des capacités de production, qui avait retrouvé en début 2001 son niveau moyen de long terme, a baissé de 2,5 points au premier semestre. Les perspectives d'investissement se sont à leur tour dégradées dans l'enquête de la CBI de juillet, et ne laissent espérer qu'une progression modérée de l'investissement industriel dans les prochains mois. L'activité pourrait commencer à ralentir au troisième trimestre dans les services, si l'on en croit l'indice des directeurs d'achat CIPS de juillet et d'août, qui se rapproche aussi des niveaux de début 1999.

La consommation des ménages a continué de progresser vigoureusement jusqu'à l'été. La progression des ventes de détail reste très forte (+ 6,3 % sur un an en volume en août). Elle demeure d'ailleurs supérieure aux chiffres des comptes nationaux, même si les révisions de la fin septembre réduisent l'écart. La consommation sera vraisemblablement toujours vive au troisième trimestre. Nous avons supposé que les attentats du 11 septembre n'auraient que peu d'impact sur la consommation des ménages britanniques. La première enquête réalisée après les événements semble valider cette hypothèse, ne signalant qu'une légère baisse de l'indice de confiance des consommateurs. La consommation devrait cependant nettement ralentir à partir du quatrième trimestre, sous l'effet du ralentissement des créations d'emplois et d'un effet richesse négatif. Le taux d'épargne est resté jusqu'à la mi-2001 à un niveau historiquement bas, proche de 5 % depuis 2 ans, niveau atteint seulement à la fin des années 1980, avant l'éclatement de la bulle des prix de l'immobilier. Cette fois-ci, c'est surtout la hausse des cours boursiers qui a fait augmenter la richesse des ménages jusqu'en 1999 (graphique 18). La baisse de la richesse finan-

cière amorcée en 2000 atteignait 12 % au second semestre 2001. La hausse des prix de l'immobilier du même ordre intervenue dans le même temps — 10 % en rythme annuel à la mi-2001 après 0 au début 2001 — aura compensé une grande partie de la baisse de la richesse financière. Sous l'hypothèse d'une progression modérée des prix de l'immobilier, de l'absence d'un effondrement durable des cours boursiers, et de l'arrêt de la baisse du taux de chômage, le taux d'épargne monterait d'un point d'ici la mi-2002.

Les dépenses de consommation et d'investissement publics décidées dans le budget 2001 devraient soutenir l'activité à l'horizon de la prévision. Les dépenses publiques, notamment dans le domaine de la santé et de l'éducation, doivent augmenter de 20 % en termes réels entre 2001 et 2003. La politique budgétaire devrait avoir un impact expansionniste de 0,7 point de PIB en 2001 et de 0,5 point l'an prochain, après avoir été légèrement restrictive en 2000. Ceci est cependant à mettre au conditionnel puisque, depuis plusieurs exercices, les dépenses publiques s'avèrent *ex post* plus faibles que prévu dans les budgets, à la fois en terme de consommation et d'investissement.

18. Richesse nette des ménages britanniques



Sources : ONS, Banque d'Angleterre.

■ Division économie internationale

La croissance britannique serait voisine de 2 % en moyenne en 2001 et 2002 (tableau 16). La contribution du commerce extérieur à la croissance resterait négative. Les composantes de la demande hors stocks se rééquilibreraient en faveur des dépenses publiques. Le ralentissement de la production et les incertitudes sur les perspectives de croissance s'accompagneraient d'un net déstockage jusqu'à la fin de l'année. Le reconstitution des stocks s'opèrerait ensuite avec l'affermissement de la reprise. Après un ralentissement transitoire, le PIB progresserait au second semestre 2002 à un rythme annuel de 2,8 %, similaire au taux de croissance moyen de ce long cycle de croissance. L'économie échapperait à nouveau à la récession et, bon an mal an, reprendrait son sentier de croissance, sans que les déséquilibres persistants en matière de production et de demande ne provoquent d'accroc majeur. Cette prévision, entourée d'incertitudes plus grandes que d'habitude du fait des attentats de septembre, repose sur un certain nombre d'enchaînements positifs : le redémarrage rapide de l'économie mondiale, qui éviterait une récession de l'ensemble de l'économie ; l'arrêt de la baisse des cours boursiers, qui ne conduirait qu'à une remontée modérée du taux d'épargne des ménages.

16. Royaume-Uni : contributions à la croissance du PIB

En points

	2000	2001	2002
Consommation des ménages	2,7	2,5	1,6
Consommation publique	0,3	0,5	0,7
FBCF totale	0,9	0,5	0,6
Exportations de biens et services	3,3	0,5	0,4
Importations de biens et services	4,0	1,3	1,2
Variations de stocks	- 0,3	- 0,6	- 0,3
PIB	2,9	2,1	1,9

Sources : ONS (Quarterly national accounts, 2nd quarter 2001, 25 septembre 2001), prévisions OFCE.

17. Royaume-Uni : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrdrs de £ 1995	Variations par rapport à la période précédente, en % *																	
		2000				2001				2002				1999	2000	2001	2002		
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
Dépenses de consommation finale des ménages (1)	536,5	0,9	0,8	0,9	0,8	1,0	1,3	0,8	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	4,2	4,0	3,8	2,3
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	149,1	0,0	0,8	0,8	-0,7	1,0	0,7	2,0	1,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	2,8	1,6	3,0	3,8
FBCF	150,7	-0,8	3,1	1,6	3,6	-3,6	2,2	0,3	0,5	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	0,8	0,8	5,0	2,5	3,3
Variations de stocks, en mrdrs £ 1995	5,0	0,5	0,9	1,1	-0,6	1,4	-0,6	-1,4	-1,8	-1,7	-1,4	-1,0	-0,5	5,0	2,4	-2,4	-4,6		
Exportations de biens et services	258,9	3,1	3,8	0,5	2,6	1,3	-2,4	-2,0	-0,2	0,6	1,4	1,7	1,7	5,4	10,2	1,5	1,1		
Importations de biens et services	297,2	1,3	4,9	1,6	2,3	1,5	-2,1	-1,0	0,2	1,0	1,6	2,0	2,1	8,9	10,7	3,1	2,9		
PIB	803,0	0,4	0,8	0,7	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,7	2,1	2,9	2,1	1,9		
Solde courant, en points de PIB		-1,9		-2,0		-1,1		-1,6		-1,7		-1,8		-2,1	-2,0	-1,4	-1,7		

* À l'exception des lignes « variations de stocks » et « solde courant ».
1, Y compris ISBLM.
Sources : ONS, prévisions OFCE.

Zone euro : une locomotive défailante

L'Europe n'aura finalement pas pu prendre le relais des États-Unis pour jouer le rôle de locomotive économique mondiale (tableau 18). Les indicateurs de confiance se sont retournés dès le milieu de l'année 2000, soit avant le fort ralentissement américain. 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.

La demande intérieure n'a pas résisté. La consommation privée n'a crû que de 1,7 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2001, contre 3,5 % au premier trimestre 1999 lors du « trou d'air » induit par les crises asiatique et russe. Pourtant, les conditions sur le marché du travail s'étaient considérablement améliorées : en quatre ans, l'emploi a progressé de 6,6 %, le taux de chômage a atteint son plus bas niveau depuis plus de dix ans ; le taux d'emploi a continué à augmenter pour atteindre 63,1 % en 2001 contre 58,9 % en 1997. Le taux de chômage a continué à baisser dans la plupart des pays jusqu'au deuxième trimestre de cette année. Des pénuries de main-d'œuvre sont apparues dans certains petits pays (Pays-Bas, Irlande). Elles devraient se réduire avec la décélération de la croissance.

18. Dispersions dans la zone euro à la mi-2001

En %, glissements annuels, sauf 4.

	PIB ¹	Inflation (IPCH) ²	Production industrielle ¹	Prix à la production ³	Taux de chômage harmonisé ^{3,4}	Salaire horaire ⁵
Allemagne	0,6	2,6	- 0,3	1,3	7,9	1,4
Autriche	2,2 *	2,6	1,1		3,8	2,8
Belgique	1,7	2,5	- 0,5	4,0	6,8	2,6
Espagne	2,9	3,6	1,2 *	2,0	13,0	2,9
Finlande	0,3	2,7	- 1,2	- 1,4	9,0	2,1
France	2,3	2,0	1,2	2,1 *	8,5	2,6
Grèce		4,0	- 2,5			1,9
Irlande		3,7	5,0		3,8	
Italie	2,2	2,8	0,3	1,1	9,5*	2,5
Luxembourg		2,5	1,2	7,5 *	2,5	
Pays-Bas	1,5	5,2	0,6	2,4	2,3	4,3
Portugal	1,8	4,0	0,4	1,4	4,3	
Zone euro	1,7	2,7	0,7	1,6	8,3	2,4

1. Au deuxième trimestre 2001 sauf * au premier trimestre 2001.

2. En juillet 2001.

3. En juillet 2001 sauf * avril.

4. Niveau du taux de chômage.

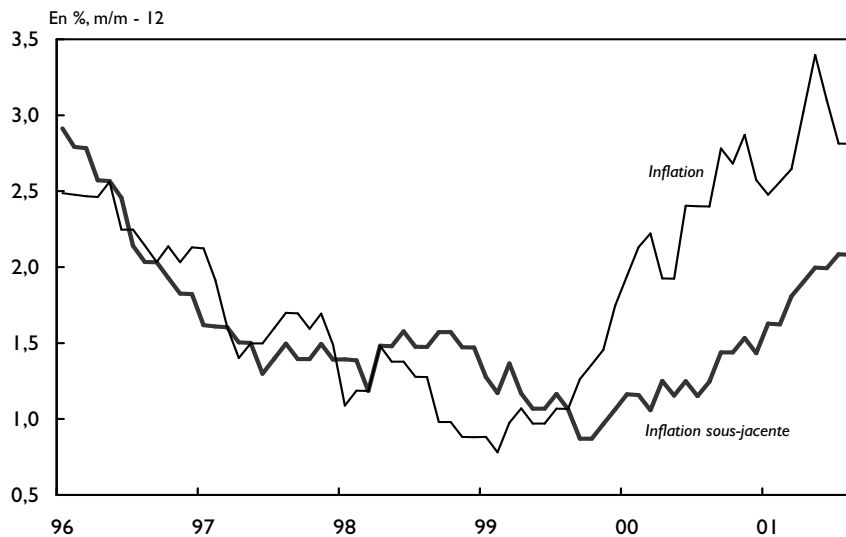
5. En juillet 2001, corrigé de l'effet 35 heures pour la France.

Sources : Eurostat, Instituts de statistiques nationaux.

Le ralentissement des dépenses des ménages, enclenché au second semestre 2000, trouve son origine dans l'accélération des prix à la consommation (graphique 19). L'inflation de la zone euro a atteint un pic en mai 2001 (3,4 % sur un an pour l'IPCH) en raison de la flambée des prix de l'énergie et des biens alimentaires. Malgré la baisse du chômage, la modération salariale est restée ; le revenu des ménages a souffert des hausses de prix, particulièrement en Allemagne. Certaines réformes fiscales ont compensé en partie cet effet et permis d'affermir la consommation au cours des deux premiers trimestres, notamment en Allemagne. Mais l'indicateur de confiance des consommateurs se dégrade depuis le printemps 2001.

L'investissement productif a fortement chuté depuis le dernier trimestre 2000. Pourtant, les résultats de l'enquête de printemps sur les dépenses d'équipement dans l'industrie étaient encore relativement optimistes. Les entreprises n'avaient pas pleinement adapté leurs plans d'investissement à l'affaiblissement des débouchés. La stagnation de l'investissement en 2001 a manifesté l'adaptation du secteur productif à la faiblesse et à l'incertitude des perspectives d'activité. Les entreprises, confrontées à une demande moins porteuse tant intérieure qu'à l'exportation, ont logiquement réduit leurs efforts d'investissement. Toutefois, de même que la force de l'investissement depuis 1998 provenait en grande partie d'investissement dans les nouvelles technologies de l'information et de la communication, le retournement des dépenses en technologies de l'information lié à une certaine saturation, au ralentissement des innovations et à une vue plus réaliste des perspectives dans ce secteur, contribue à la faiblesse de l'investissement depuis trois trimestres.

19. Inflation dans la zone euro



Source : Eurostat.

La faiblesse de l'activité dans l'industrie a permis un relâchement des tensions sur les capacités de production. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est détendu quelque peu au deuxième trimestre 2001 (82,9 % contre 84,6 % fin 2000), mais demeure toujours nettement supérieur à la moyenne de longue période (81,7 %). Il devrait se relâcher encore d'ici la fin de l'année.

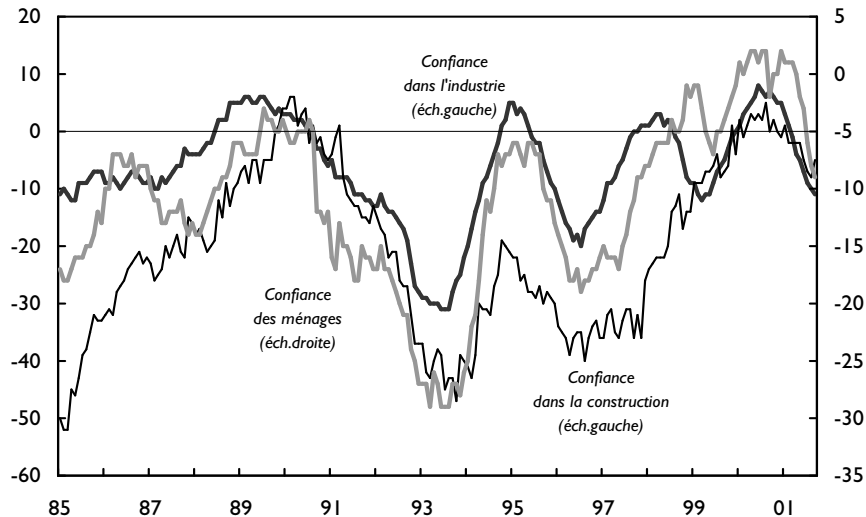
Une reprise retardée

Le point bas de l'activité dans la zone euro semblait avoir été atteint au cours de l'été 2001. Une reprise semblait se dessiner pour la fin de l'année 2001, comme le montrait l'indicateur avancé de l'OFCE (encadré 3). Certes, la production industrielle avait baissé de nouveau au mois de juillet 2001 (de 1,4 %). Mais l'indicateur des directeurs d'achat du secteur manufacturier s'était légèrement redressé au mois d'août après avoir atteint son plus bas depuis décembre 1998 en juillet 2001. De surcroît, l'indicateur composite avancé de l'OCDE se maintenait à - 4 % depuis avril 2001 et on pouvait s'attendre à ce qu'il se redresse comme l'avaient fait l'indicateur de l'IFO et les indicateurs de confiance dans l'industrie en Belgique et aux Pays-Bas au mois d'août. Les perspectives de production avaient également arrêté de se dégrader en juillet et s'étaient même redressées en France et en Allemagne, où la remontée s'était poursuivie au mois d'août. Ainsi, des signes de stabilisation du cycle industriel se confirmaient pendant l'été après un an et demi de retournement de l'activité dans l'industrie.

L'amorce a cependant fait long feu. Au mois de septembre, les carnets de commandes dans l'industrie se sont de nouveau dégarnis. Les enquêtes de l'IFO et de l'INSEE se sont dégradées. L'indice des directeurs d'achat s'est de nouveau fortement dégradé en septembre, indiquant pour le deuxième trimestre consécutif une contraction de l'activité dans l'industrie manufacturière. L'indicateur de confiance des ménages, issu des enquêtes de septembre de la Commission européenne, a continué de se détériorer, alors que l'effet des attentats du 11 septembre n'était que partiellement pris en compte. En outre, la baisse de la confiance dans l'industrie est principalement due à la dégradation des perspectives de production et des carnets de commandes (graphique 20). Les attentats ont obscurci les perspectives économiques. Les entreprises sont dans l'incertitude quant à la croissance américaine ; des branches sont particulièrement touchées ; les craintes de remontée du chômage reviennent ; l'investissement comme la consommation des ménages devraient être affaiblis dans la zone euro, bien qu'à un degré moindre qu'aux États-Unis. Le glissement annuel du PIB de la zone était déjà passé de 3,9 % au deuxième trimestre 2000 à 1,7 % un an plus tard ; le mouvement de ralentissement devrait s'accroître encore.

L'agenda de stabilisation puis de raffermissement modeste de l'activité se retrouve décalé au second semestre 2002, même si l'assouplissement de la politique monétaire devrait stimuler l'économie.

20. Indicateurs de confiance de la zone euro



Source : Commission européenne.

Les pressions inflationnistes avaient fortement freiné la croissance des dépenses des ménages. Leur atténuation devrait prendre le relais des mesures fiscales pour soutenir la consommation des ménages au cours des prochains mois. Les prix à la production ont régulièrement baissé depuis octobre 2000, pour s'établir à 2,3 % en glissement annuel en juillet 2001. Ce mouvement devrait s'amplifier avec la baisse des prix pétroliers et un plus faible niveau d'activité. Par ailleurs, étant donné l'augmentation probable du taux de chômage dans la zone euro d'ici la fin de 2001, la poursuite de la modération salariale est encore plus assurée. Dans certains pays (aux Pays-Bas notamment), les tensions sur le marché du travail seront encore vives. Mais il est probable que le renversement des tendances sur le marché de l'emploi refroidisse le climat des négociations. L'IPCH devrait repasser sous la barre des 2 % au début de l'année 2002. Ceci donnerait une marge supplémentaire d'assouplissement de la politique monétaire si la demande devait s'affaiblir.

Le ralentissement de l'inflation induit par le repli des prix pétroliers et alimentaires favoriserait la consommation privée à partir de la fin de l'année 2001. Le passage à l'euro ne devrait guère avoir d'impact sur l'inflation (encadré 4). Les dépenses des ménages seraient également soutenues par les programmes d'allègements fiscaux. Par contre, la faiblesse des progressions salariales devraient peser sur la consommation, particulièrement en Allemagne.

En 2002, les baisses des taux d'intérêt survenues au cours de l'année 2001 auraient un effet stimulant sur l'investissement en bâtiment et logement. La contribution des stocks deviendrait également positive. En effet, l'effort d'assainissement des stocks était déjà bien engagé début septembre. Après le fort ajustement au printemps 2001, une reconstitution des stocks, étalée sur l'année 2002 compte tenu des moins bonnes perspectives, devrait contribuer positivement à la croissance.

Le renforcement de l'activité aux États-Unis courant 2002 soutiendrait la demande extérieure. Mais le redémarrage des exportations ne permettra pas aux économies de la zone euro de retrouver à court terme la conjonction de conditions favorables de débouchés de l'année 2000. L'investissement productif ne devrait pas reprendre avant le second semestre 2002 compte tenu d'un environnement dégradé et de la plus forte incertitude des débouchés ; son rythme serait plus modéré. Toutefois, il ne devrait pas souffrir de contraintes financières (encadré 5).

Ainsi, la croissance du PIB ne serait que de 1 % en glissement en 2001 (1,6 % en moyenne) après 2,9 % (3,4 % en moyenne) en 2000. En 2002, une reprise plus dynamique de la demande intérieure pourrait coïncider avec l'amélioration des perspectives de la conjoncture mondiale. La croissance du PIB pourrait ainsi remonter à 2,6 % en glissement (1,9 % en moyenne).

Des risques importants pèsent sur ce scénario, si la reprise du commerce mondial est plus lente, si la confiance des consommateurs et des entreprises se dégrade très fortement. Les enquêtes effectuées en septembre montrent que la confiance continue de s'affaiblir dans les pays de zone euro. Il peut s'agir d'une sur-réaction temporaire ou au contraire de l'enclenchement d'un engrenage récessif auto-validant. Contrairement aux États-Unis, les mesures de soutien, monétaire et budgétaire, ont été limitées. Elles pourraient ne pas suffire à éviter une évolution récessive.

Politique budgétaire : des coups de canifs dans le pacte ?

Les objectifs de déficit budgétaire établis à la fin de l'année 2000 dans les programmes de stabilité ne pourront pas être atteints en 2001. Les hypothèses de croissance du PIB de la zone euro que ces programmes comportaient (respectivement + 3,1 et 2,9 % en 2001 et 2002) se sont révélées excessivement optimistes : nos prévisions de croissance sont aujourd'hui de 1,6 % et de 1,9 %. La situation met en relief toute l'ambiguïté de ces programmes. Il était absurde de prétendre établir fin 2000 des programmes triennaux de finances publiques, indépendamment de la conjoncture. Ces programmes ne pouvaient au mieux que définir des

orientations structurelles d'évolution à moyen terme des dépenses et des recettes.

Pour tous les gouvernements de la zone, confrontés aujourd'hui au ralentissement de la croissance, le respect des programmes de stabilité se heurte au souci de ne pas adopter une politique pro-cyclique qui pèserait encore plus sur la croissance. Le respect des objectifs de déficit annoncés dans les programmes triennaux de finances publiques n'est heureusement pas une contrainte figurant dans le Pacte de stabilité. En même temps, le fort dépassement nécessaire cette année risque de décrédibiliser la procédure. Aussi, la BCE refuse-t-elle toute interprétation ou flexibilité dans l'application du Pacte de stabilité budgétaire. Ainsi, son rapport de septembre rappelle qu'« il n'existe de marge de manœuvre permettant de laisser agir pleinement les stabilisateurs économiques que dans les pays dont la situation budgétaire est proche de l'équilibre ou en excédent ». La plupart des petits pays de la zone avaient déjà en 2000 de faibles déficits budgétaires ou des surplus (tableau 19). Ce sont les trois grandes économies de la zone : l'Allemagne, la France et l'Italie (et également le Portugal) qui étaient visés. Mais, inappropriée à la situation conjoncturelle, la mise en garde de la BCE a peu de chances d'être entendue. Il est peu probable que l'Allemagne, la France ou l'Italie accompagnent le ralentissement économique par une forte hausse des impôts ou une forte baisse des dépenses publiques.

Il semble que l'Eurogroupe ait décidé, au premier semestre, sans l'annoncer publiquement, que les gouvernements laisseront jouer les stabilisateurs automatiques, c'est-à-dire qu'ils ne compenseront pas la baisse des recettes fiscales par des coupes dans les dépenses ou des hausses d'impôts. En août 2001, Hans Eichel, le ministre allemand des finances, avait déclaré publiquement qu'il fallait prendre ses distances avec l'objectif de déficit. Devant les réactions de la BCE et de la Commission, il était revenu à un discours plus orthodoxe. Les ministres des finances ont rappelé leur attachement au Pacte de Stabilité, mais comme un axe de moyen terme de réduction des déficits publics et de contrôle des dépenses. À court terme, étant donné les risques de fléchissement de l'activité dans la zone euro, ils restent déterminés à maintenir leur politique budgétaire. Certains pays, la France en particulier, envisagent même de recourir dès la fin de l'année 2001 à des politiques budgétaires expansionnistes.

La Commission européenne a déjà légèrement révisé ses prévisions de déficit de 0,6 point à 0,8 point de PIB en 2001 ; de 0,3 point à 0,4 en 2002. Les baisses de recettes fiscales devraient en fait conduire à un plus net gonflement du déficit public de la zone, qui se situerait aux alentours de 1,5 point de PIB en 2001 et 2002. L'objectif d'un solde excédentaire pour tous les pays en 2004 devient peu réaliste (sauf en cas de très forte reprise). Le risque est que cet objectif soit maintenu coûte que coûte, que les gouvernements cèdent à la pression de la

■ Division économie internationale

Commission et de la BCE et que des politiques restrictives soient simultanément pratiquées en Europe en période de croissance peu assurée.

Dans la zone euro, l'impulsion budgétaire serait nettement positive en 2001, en particulier en raison des réformes fiscales en Allemagne et aux Pays-Bas (tableau 19). Dans l'état des programmes, elle serait négative en 2002, en particulier en raison des politiques restrictives de l'Allemagne et de l'Italie. La France maintiendrait une politique très légèrement expansionniste. Reste à savoir si des inflexions auront lieu en cours d'année selon les évolutions conjoncturelles.

Si on estime que l'élasticité du solde budgétaire à l'écart de production est de l'ordre de 0,5, alors un déficit public de 1,5 point de PIB est nécessaire pour éviter que le déficit ne soit supérieur à la limite de 3 points fixée dans le Pacte de stabilité, dans l'hypothèse d'une baisse de l'écart de production de 3 points. Étant donné les soldes publics enregistrés en 2000, le risque de dépassement du déficit budgétaire en 2001 et 2002 est faible pour tous les pays de la zone euro. Toutefois, l'Allemagne serait proche de la limite. À moyen terme, rien ne justifie *a priori* de rechercher un solde nul. Un déficit structurel de 1,8 point de PIB est suffisant pour stabiliser la dette publique à 40 % du PIB (pour une croissance nominale de 4,5 %).

19. Politiques budgétaires dans la zone euro

En points de PIB

	Impulsions budgétaires *				Solde public en 2000 ¹
	1999	2000	2001	2002	
Allemagne	- 0,6	0,5	1,0	- 0,4	- 1,3
Autriche	0,1	- 0,6	- 0,7	- 0,4	- 1,1
Belgique	0,4	0,4	- 0,3	- 0,1	0,1
Espagne	0,0	0,2	0,0	0,1	- 0,3
Finlande	0,5	- 1,3	0,7	- 0,1	6,9
France	- 0,6	0,2	0,0	0,2	- 1,3
Grèce	0,1	0,4	0,3	0,7	- 1,1
Irlande	1,2	0,9	0,4	0,6	4,5
Italie	- 0,2	0,2	0,2	- 0,9	- 0,3
Pays-Bas	- 0,6	- 0,1	1,1	- 0,1	2,2
Portugal	0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,1	- 1,5
Zone euro	- 0,4	0,2	0,4	- 0,3	- 0,8

* Opposé de la variation du solde budgétaire structurel hors charges d'intérêt. Un chiffre positif signifie une politique expansionniste.

¹. UMTS exclus.

Sources : OCDE, sources nationales, calculs OFCE.

Les choix budgétaires nationaux

La révision des perspectives de croissance se concrétisera en 2001 par un important manque à gagner de recettes fiscales, donc un surcroît de déficit.

En dépit de l'affaiblissement des recettes, les programmes de réduction de la fiscalité sont maintenus en France, en Espagne et aux Pays-Bas pour 2002. En France, l'effort de baisse de l'impôt sur le revenu, de l'impôt sur les sociétés et de la réduction de la taxe professionnelle est poursuivi. Une partie du versement de la prime à l'emploi devrait être avancé au premier trimestre 2002. Le gouvernement a renoncé à l'augmentation de la fiscalité sur le gazole et sur les activités polluantes et à accroître la contribution sociale sur les bénéfiques.

En Espagne, le ralentissement de la croissance ne devrait pas remettre en question la politique de réduction fiscale envisagée par le gouvernement. La réforme de l'impôt sur le revenu devrait intervenir en 2003. Néanmoins, la réforme de l'impôt sur les sociétés a été avancée et intégrée au budget 2002 : elle vise à soutenir les PME et à favoriser l'investissement en allégeant la fiscalité sur les profits réinvestis. La priorité des dépenses concerne l'investissement et les secteurs de la santé et de l'éducation. La hausse de l'investissement public en infrastructure est particulièrement importante dans le cadre d'un vaste plan sur la période 2000-2006. Par ailleurs, le gouvernement veut stabiliser les dépenses publiques et éviter tout gonflement du déficit : le Parlement a adopté une loi de stabilité budgétaire, interdisant à l'État comme aux collectivités locales d'être en déficit. Les déficits ne devront qu'être temporaires, exceptionnels et justifiés. La loi devrait entrer en application au 1^{er} janvier 2002 et interdire tout déficit conjoncturel, le budget prévisionnel étant en quasi-équilibre.

Aux Pays-Bas, l'impôt sur les bénéfiques doit être abaissé, de manière à compenser en partie la détérioration de la compétitivité des entreprises ; il demeurera toutefois supérieur à la moyenne de la zone euro. L'augmentation des dépenses publiques favorise principalement les services publics et le secteur de la santé. Par contre, le gouvernement envisage de baisser certaines prestations sociales de manière à inciter plus de monde à travailler et à réduire les tensions sur le marché du travail.

Les gouvernements allemand et italien ont programmé des politiques nettement plus restrictives pour 2002.

En Allemagne, le gouvernement n'a pas annoncé de collectif budgétaire pour l'année 2001 et a donc décidé de laisser jouer les stabilisateurs automatiques. Par contre, le ralentissement de la croissance devrait se traduire par une compression supplémentaire des dépenses publiques d'investissement. Certes, le Bund a prévu d'affecter dès 2001 une partie

des recettes des licences UMTS au financement de dépenses d'investissement supplémentaires, mais ces dépenses (d'un montant de 3 milliards de DM) prendront tout d'abord la forme de transferts en capital. Les marges de manœuvre des communes, qui réalisent la grande majorité des dépenses d'investissement, sont par contre très limitées. Leur accès aux marchés financiers pour financer leurs dépenses d'investissement est en effet fonction de leurs recettes fiscales. L'impulsion budgétaire serait ainsi plus faible que prévu. Selon nos prévisions, le déficit des administrations publiques atteindrait 2,7 % du PIB en 2001. En 2002, la politique budgétaire renouera avec une orientation restrictive : l'impulsion négative sera de l'ordre de 0,4 point de PIB. Les dépenses supplémentaires de 1,3 milliard d'euros adoptées durant l'été et le surcroît de dépenses militaires et de sécurité intérieure occasionné par les récents événements aux États-Unis seront financés par une augmentation de l'impôt sur le tabac et de celui sur les primes d'assurance. Les économies de dépenses de personnel devraient se poursuivre et la modération de la croissance pèsera sur les recettes fiscales des collectivités territoriales et donc sur l'investissement public. Par ailleurs, le gouvernement s'oppose à un avancement de l'étape prévue pour 2003 de la réforme fiscale. Enfin, la progression des dépenses de santé devrait se solder par une augmentation de 0,2 à 0,3 point du taux de cotisation maladie en 2002, tandis que la réduction de 0,1 point du taux de cotisation retraite risque d'être ajournée en raison d'une amélioration moins bonne que prévue du marché du travail. Selon nos prévisions, le déficit des administrations s'élèverait encore à 2,7 % du PIB en 2002.

En Italie la dérive du solde public en 2001 (- 1,9 % du PIB sans mesures correctrices) par rapport à son objectif du Programme de stabilité (- 0,8 % du PIB) s'explique par une faible baisse des recettes (0,3 point de PIB de privatisations reportées, surestimation des recettes de la TVA et de l'impôt sur les plus-values), mais surtout par une forte hausse des dépenses de santé et des salaires des fonctionnaires. Le gouvernement a révisé à la hausse son cadre de programmation ; le solde public y reste en ligne avec les objectifs du Programme de stabilité, grâce à des politiques de soutien de l'offre dont l'impact sur la croissance nous semble surestimé. Elles s'accompagnent de mesures de relance de la demande (incitations fiscales à l'investissement privé et forte relance de l'investissement public), qui ne sont guère financées, ce qui éloignerait encore plus le solde public de l'objectif du Programme de stabilité. À cinq mois de la clôture de l'année budgétaire peu de détail est fourni sur les autres mesures qui devraient corriger le dérapage du déficit : maîtrise accrue des dépenses de santé, vente de biens publics et rentrée de capitaux de l'étranger (par une amnistie des fuites passées des capitaux) fourniraient les ressources supplémentaires. La réalisation des objectifs du gouvernement en matière de solde public suppose une politique budgétaire fortement restrictive (une impulsion négative de 0,8 point) peu compatible avec la situation conjoncturelle, plus dégradée que

celle retenue dans le cadre de programmation du gouvernement et avec les orientations de politique économique annoncées par l'exécutif. Aussi, évaluons-nous l'impulsion budgétaire à + 0,2 point de PIB en 2001. L'Italie laisserait donc jouer les stabilisateurs automatiques et le déficit s'élèverait à - 1,8 % du PIB.

Le gouvernement annonce une impulsion négative de - 1,4 point de PIB en 2002. Il renonce ainsi à la baisse additionnelle (par rapport à celle mise en place par la majorité sortante) de l'IRPP et de l'IS et base la réduction du déficit sur des mesures de réduction des dépenses des ministères, de vente de biens publics et les recettes de la lutte contre la fraude fiscale. doutant de l'efficacité de ces mesures nous anticipons une réduction plus modeste du déficit à - 1,0 % du PIB en 2002, soit une impulsion négative de - 0,9 point de PIB.

3. L'indicateur avancé au creux de la vague ? *

Les évaluations d'Eurostat pour le deuxième trimestre 2001 font état d'un net coup de frein de l'activité de la zone euro : encore supérieure à 2 % au premier trimestre, la croissance en glissement annuel s'est établie à 1,7 % au deuxième (tableau). En rythme trimestriel, le PIB a quasiment stagné au deuxième trimestre (+ 0,1 %).

Les facteurs du ralentissement, anticipé par l'indicateur avancé depuis plusieurs mois déjà, tiennent à la fois à la dégradation de l'environnement extérieur, liée à la langueur de l'économie américaine, mais aussi à l'enrayement de la dynamique de croissance interne de la zone. Côté externe, le grippage de l'économie américaine depuis la mi-2000 s'est accompagné d'un ralentissement en Europe, témoignant en cela de la co-détermination des conjonctures de part et d'autre de l'Atlantique, comme depuis plusieurs années déjà. L'enquête NAPM, menée auprès des directeurs d'achat des entreprises industrielles américaines, contribue ainsi négativement à la croissance de la zone depuis le quatrième trimestre 2000. Par contre, la croissance a encore bénéficié, au deuxième trimestre 2001, de l'appréciation du dollar durant l'année 2000 qui a permis le maintien de conditions favorables aux échanges extérieurs de la zone.

Croissance du PIB de la zone euro

En %, t/t- 4

	2000				2001			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Eurostat	3,6	3,9	3,3	2,9	2,4	1,7	—	—
Indicateur	3,8	3,9	3,3	2,9	2,4	1,8	1,25	1,15

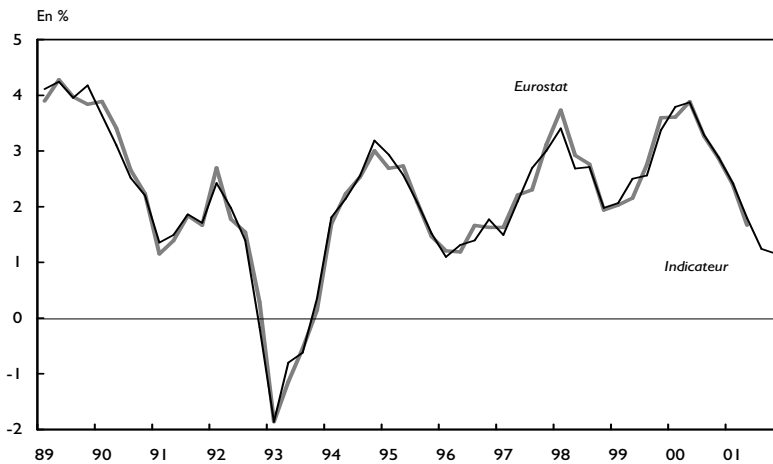
Sources : Eurostat, calculs OFCE.

* Cet encadré a été rédigé par Hervé Péléraux.

Dans le même temps, les facteurs internes de croissance ont perdu de leur dynamisme. Le climat des affaires dans l'industrie n'a cessé de se dégrader depuis son point haut du deuxième trimestre 2000, et sa contribution à la croissance de l'indicateur s'est annulée au deuxième trimestre 2001. L'enquête menée auprès du commerce de détail, dont la contribution est, elle aussi, devenue nulle au deuxième trimestre, témoigne de ce que la consommation des ménages n'a pas résisté au retournement conjoncturel : arrêt de la décrue du chômage, politique monétaire restrictive, recrudescence de l'inflation, altération du climat des affaires dans les entreprises ont miné l'un des derniers piliers de la croissance. La politique monétaire a atteint au deuxième trimestre 2001 le maximum de sa contribution négative à la suite des hausses de taux d'intérêt menées par la BCE durant l'année 2000. Seules notes positives, le secteur de la construction a continué à stimuler l'activité et la décrue des prix du pétrole a moins pénalisé la croissance que durant l'année 2000.

Un ralentissement supplémentaire est attendu au troisième trimestre avec une croissance de 1,25 %. L'estimation du quatrième trimestre entrevoit la poursuite du repli de la croissance, à un rythme nettement moindre cependant, ce qui impliquerait une reprise de la croissance trimestrielle du PIB. Après 0,1 % au deuxième comme au troisième trimestre 2001, la croissance serait de 0,5 % au quatrième, soit 1,5 % en moyenne annuelle en 2001.

Glissement annuel du PIB de la zone euro



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

L'anticipation d'un moindre recul du taux de croissance d'ici à la fin de l'année repose principalement sur les indicateurs internationaux. Le redressement de l'indicateur NAPM en août, et son quasi-maintien en septembre, suggèrent une amélioration de la demande externe ainsi que l'atténuation du processus commun aux deux zones d'ajustement de l'investissement et des stocks. La contribution du NAPM à l'indicateur de croissance reste négative, mais moins qu'au deuxième trimestre. Cependant un risque baissier subsiste sur cet indicateur, puisque les répercussions des attentats du 11 septembre n'ont été que partiellement prises en compte par l'enquête.

La contribution du taux de change de l'euro contre le dollar reste positive, mais son effet stimulant s'atténue. Les facteurs internes demeurent fragiles, particulièrement pour l'industrie. D'une manière générale, le climat des affaires montre une dégradation de la situation conjoncturelle en Europe en septembre. Cette dégradation est largement autonome car les résultats des enquêtes n'intègrent que très partiellement l'impact des attentats aux États-Unis. La contribution de l'industrie, nulle au deuxième trimestre, devrait devenir très négative aux troisième et quatrième trimestres. Là encore, subsiste un risque à la baisse pour le quatrième trimestre. Le pessimisme affecte aussi le secteur du commerce de détail, qui souffre du mauvais environnement général et des faibles performances du marché du travail. La construction ne soutiendra plus autant la croissance que dans la première moitié de cette année. Néanmoins, la décade de l'inflation devrait redynamiser la consommation privée. La détente monétaire stimulera aussi la croissance. Sa contribution devrait demeurer encore négative, mais moins que durant la première moitié de l'année 2001.

En résumé, selon l'indicateur, des signes d'amélioration relative de la situation étaient apparus pour la fin de l'année, avant les événements du 11 septembre. L'information conjoncturelle est à ce stade encore insuffisante pour pouvoir quantifier pleinement l'impact des attentats sur la croissance.

4. Le passage à l'euro *

Le passage à l'euro est une opération qui tient de l'apax, compte tenu de son échelle et de la rareté des changements d'unité monétaire. Ses effets sont donc difficiles à évaluer. Les coûts induits par le passage, la difficulté de changer les avoirs thésaurisés et l'apprentissage de l'usage de la nouvelle monnaie pourraient avoir un impact macroéconomique fin 2001/début 2002.

Une partie des coûts du passage ont déjà été supportés avant 2001. Le passage à l'euro pour les marchés financiers a eu lieu au 1er janvier 1999, date de l'introduction de l'euro scriptural. Par ailleurs, certains investissements réalisés pour la passage à l'an 2000 tenaient déjà compte du passage à l'euro.

Du point de vue de l'investissement en matériel acceptant les euros, les coûts semblent faibles au niveau macroéconomique. Certains secteurs sont cependant plus touchés. En France, les coûts estimés par les banques, ceux de l'adaptation des monnayeurs des distributeurs automatiques, des stations services représentent 0,4 point de PIB, étalés entre la fin 2000 et le premier trimestre 2002 (calculs à partir des données du Comité national de l'euro en juillet 2001). En Espagne, les coûts estimés par l'Association espagnole des Banques sont beaucoup plus faibles (moins de 0,1 point de PIB). Certaines de ces dépenses auraient été engagées de toute façon dans le cadre de modernisation des équipements. Par ailleurs, les investissements nécessaires au passage à l'euro bénéficieront en France d'un amortissement fiscal accéléré, ce qui en allégera le coût.

D'autres coûts ont été supportés par les entreprises, comme ceux du basculement de la comptabilité (formation du personnel...), ou vont l'être, comme

* Cet encadré a été rédigé par Valérie Chauvin.

ceux de la tenue temporaire d'une double caisse dans le commerce, en francs et en euros. La répercussion de ces coûts dans les prix peut créer une accélération passagère de l'inflation, estimée par la banque centrale néerlandaise à 0,3 % en 2001 pour les Pays-Bas, pays où l'utilisation de la monnaie fiduciaire (billets et pièces) est proche de la moyenne européenne.

Lors de la fixation de nouveaux prix psychologiques (finissant par 95 ou 99), il est aussi possible que les commerçants arrondissent le résultat de la conversion par excès plutôt que par défaut. Cependant, en Allemagne et en Italie, la conversion favorise plutôt la baisse de prix : 1 euro vaut respectivement 1,95583 DM et 1936,27 lires et la conversion peut s'approcher en divisant les prix par 2 (baisse des prix de 2,2 %) et 2000 (3,2 %). C'est ce qui sera fait pour le calcul des tarifs publics en Allemagne. Le changement de tarif peut cependant permettre aux producteurs de se coordonner pour augmenter leurs prix, pour répercuter d'un coup des hausses de coûts. Les effets éventuels de hausse de prix au moment de la conversion devraient être de courte durée. Dans une période de croissance faible, la pression sur les prix sera forte et la concurrence amènera à un réajustement des prix, à la baisse cette fois.

Les craintes des consommateurs sur le passage à l'euro se polarisent sur les évolutions de prix. Toutefois, les évolutions futures de prix retracées par l'enquête auprès des ménages restent en ligne avec l'inflation observée dans le passé. Les ménages n'ont donc pas modifié leurs anticipations d'inflation. Les craintes sur les prix n'apparaissent que dans les enquêtes spécifiques sur les conséquences du passage à l'euro.

Par contre, certaines personnes éprouveront des difficultés à utiliser de nouvelles pièces et billets, avec une échelle de prix différente au début de 2002. Cela pourrait allonger les files d'attente, notamment dans les commerces de proximité où l'usage des billets et pièces est le plus répandu. Cependant, ceci ne devrait guère réduire les ventes dans la mesure où les produits concernés sont nécessaires à la vie courante et leur achat ne peut être durablement reporté.

Une autre interrogation concerne l'impact du retour sur le marché des sommes thésaurisées sous forme de billets et de pièces. Dans la zone euro, ce retour est très visible dans les statistiques monétaires : l'encours de billets et pièces a fortement baissé depuis le dernier trimestre 2000 et le mouvement s'est accéléré en juin 2001. Pour l'instant, cela n'a eu que peu d'incidence sur la masse monétaire M1, et aucune sur M2. Les sommes déthésaurisées sont donc utilisées à la place des autres moyens de paiement, chèques ou cartes bancaires, ou placées dans des livrets et autres supports financiers liquides. Elles ne contribuent pas à la croissance de la consommation des ménages. Les sommes qui sont revenues dans les Banques centrales entre fin 2000 et août 2001 représentent environ 1 % de M2, soit 44 milliards d'euros ou encore 10 % de l'encours des pièces et billets estimé par la BCE à la fin 2000. En France, les sommes thésaurisées étaient évaluées à 23,5 milliards d'euros, (la moitié du stock de billets et pièces) en avril 2000. En juillet 2001, l'encours de billet a diminué d'environ 10 % par rapport à son niveau initial. Restent donc environ 40 % à écouler en 6 mois et demi (d'août au 17 février) alors que le rythme instantané de sortie est de 1,7 % par mois (juillet). L'Allemagne connaît une situation comparable à celle de la France, les marks détenus dans les pays de l'Est représentant entre 30 et 40 % de la monnaie fiduciaire en circulation et le rythme de retour étant similaire. Une partie de ces billets pourrait être

changés en dollar d'ici fin décembre. Au total, il est probable que, dans la zone euro, qu'une partie de plus en plus importante des achats soit réglée en liquide d'ici la mi-février (ce que suggère les chiffres européens d'août) et que les derniers mois de 2001 comme le premier de 2002 connaissent une consommation légèrement plus forte financée par des liquidités.

5. Investissement : bilan et perspectives en Allemagne, France et Italie

La croissance de l'investissement global a été vigoureuse dans les trois principaux pays de la zone euro depuis 1998^{*}. En Italie, la reprise remonte à 1995. L'investissement public avait été pour tous une variable d'ajustement pour atteindre le critère de déficit public de Maastricht. Cependant, sa part dans le PIB est restée stable en France et en Allemagne depuis 1998, alors qu'elle est remontée jusqu'en 1999 en Italie. Le taux d'investissement en logement ne cesse de diminuer en Allemagne depuis 1995, après le boom provoqué par la réunification. Il s'est stabilisé en Italie et en France.

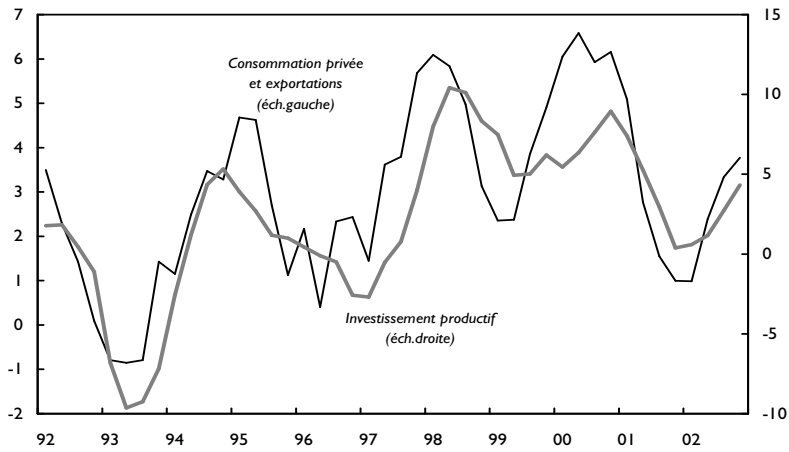
Dans les trois pays, l'investissement productif a fortement contribué à la croissance de l'investissement total. L'Italie a démarré dès la mi-1994 en raison d'un rattrapage de l'évolution très défavorable de l'investissement entre 1992 et 1993, d'un rebond plus fort de la demande interne et des incitations fiscales.

L'investissement productif est largement déterminé par les autres composantes de la demande, c'est à dire les exportations et la consommation. Une augmentation des débouchés oblige à la constitution de nouvelles capacités, dont la production favorise encore la demande, selon un effet multiplicateur. À l'inverse, l'affaiblissement des autres composantes de la demande entre la mi-1998 et la mi-1999 a donné provoqué un ralentissement de l'investissement plus ou moins marqué selon les pays. Mais l'ampleur de ce ralentissement a été limitée en raison d'une forte progression des investissements en produits de haute technologie ; ceux-ci représentent plus de la moitié de la croissance des investissements en France et en Allemagne en 1998 et en 1999. La forte décélération des exportations et de la consommation en 2001 amènera une baisse temporaire du taux d'investissement. Cependant, l'investissement productif repartirait sous l'impulsion progressive de la reprise de la demande à partir du début 2002.

^{*} Pour une comparaison globale des évolutions économiques de l'Allemagne, l'Italie et la France, se reporter à Odile Chagny, Valérie Chauvin et Paola Veroni (2001), « Aller simple pour l'union, croissance comparée en France, Allemagne et Italie », *Revue de l'OFCE*, n° 78, juillet.

Cette reprise de l'investissement ne serait pas contrariée par les conditions financières. L'arbitrage entre investissement physique et financier est plutôt favorable au premier. La profitabilité des investissements est revenue à un niveau satisfaisant grâce à l'amélioration du taux de marge des entreprises et à la baisse des taux d'intérêt réels depuis 1995. À l'horizon de notre prévision, le taux de marge serait stabilisé, et les taux d'intérêt ne connaîtraient pas de variations importantes. D'autre part, la situation financière des entreprises reste bonne. En Italie, le taux d'épargne des sociétés n'a cessé de s'améliorer depuis 1990. En Allemagne comme en France, il s'est dégradé en 1999 et 2000 à cause de l'augmentation des coûts financiers nets. En France, cet alourdissement provient des distributions de dividendes. Ceux-ci devraient ralentir en 2001 et 2002 du fait du moindre dynamisme de l'activité.

Demande et investissement en France, Allemagne et en Italie *



* Les données sont agrégées au taux de change de l'euro.
Sources : INSEE, ISTAT, Statistisches Bundesamt.

20. Zone euro : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrds de € 1995	Variations par rapport à la période précédente, en %*															
		2000				2001				2002				1999	2000	2001	2002
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Consommation des ménages	3356	0,7	0,8	0,2	0,1	0,7	0,6	0,3	0,5	0,4	0,6	0,7	0,7	3,2	2,6	2,0	2,0
Consommation publique	1178	0,5	0,4	0,2	0,6	0,5	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	2,1	1,9	1,5	1,5
FBCF totale	1277	1,5	0,9	1,0	-0,1	0,1	-0,2	0,2	0,4	0,6	0,8	1,0	1,1	5,5	4,4	0,9	2,3
Exportations de biens et services	2055	2,9	2,4	3,1	2,6	0,2	-0,6	-0,2	0,4	0,8	1,1	1,6	1,6	5,1	11,9	3,6	2,9
Importations de biens et services	1972	2,4	2,8	2,4	2,3	-1,1	0,0	0,0	0,5	0,7	1,2	1,9	1,7	7,0	10,7	2,4	3,4
Variations de stocks	14	-0,1	0,2	-0,1	0,3	-0,5	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,2	0,0	-0,4	0,1
PIB	5913	1,0	0,8	0,5	0,6	0,5	0,1	0,2	0,3	0,4	0,6	0,8	0,8	2,6	3,4	1,6	1,9
Prix à la consommation		0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	1,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	1,1	2,3	2,8	1,8
En glissement annuel		2,1	2,4	2,8	2,6	2,6	3,0	2,8	2,7	2,3	1,6	1,5	1,7	1,7	2,6	2,7	1,7

* À l'exception de la ligne « variations de stocks », en points de PIB.
Sources : Eurostat, Instituts de statistiques nationaux, OFCE, prévisions OFCE.

Allemagne : le poids lourd de la zone euro

En dépit d'une bonne croissance en 2000 (3,2 %), l'Allemagne est le pays de la zone euro qui a le plus souffert du retournement de conjoncture engagé à la mi-2000. La progression du PIB entre le deuxième trimestre 2000 et le deuxième trimestre 2001 atteint à peine 0,6 %, contre 1,7 % dans l'ensemble de la zone. Les causes de cette contre performance, à la fois absolue et relative, résident pour l'essentiel dans la faiblesse de la demande intérieure.

Au second semestre 2000, les dépenses de consommation ont stagné après avoir progressé de 1,1 % au premier semestre. De 0,7 point au premier semestre 2000, la contribution de la consommation privée à la croissance est passée à zéro au second semestre, avec deux trimestres de baisse consécutive. Les dépenses publiques ont stagné. Soutenu par des perspectives de production encore largement optimistes jusqu'en août 2000, par un taux d'utilisation élevé et des commandes étrangères encore très dynamiques, l'investissement productif en biens manufacturés est resté très dynamique jusqu'au troisième trimestre 2000. Le retournement brutal des perspectives de production s'est ensuite accompagné d'un léger recul de l'investissement productif au quatrième trimestre. La révision des perspectives de débouchés aurait ainsi conduit de nombreuses entreprises à renoncer à profiter en fin d'année du niveau encore élevé des taux d'amortissement de 2000, une partie des achats anticipés ayant probablement été réalisée dès le premier semestre. Le recul de la FBCF privée en bâtiment s'est poursuivi au second semestre 2000 (- 2,9 % par rapport au premier semestre). La croissance encore très dynamique des exportations n'a pas tiré la production en raison d'une progression également très forte des importations. Le ralentissement de la demande intérieure a provoqué, à partir de la mi-2000, une nette dégradation des soldes d'opinions sur le niveau des stocks. Ceux-ci se sont gonflés au quatrième trimestre.

Pour une grande part, les évolutions du premier semestre 2001 portent la marque des enchaînements conjoncturels enclenchés à partir de la mi-2000. Certes, une bonne surprise est venue de la consommation privée, qui a connu un net rebond (+ 1,2 % par rapport au second semestre 2000), du fait des fortes réductions d'impôts dont les ménages ont bénéficié, mais ce regain s'est produit dans un contexte de forte dégradation des débouchés extérieurs. Les commandes étrangères ont chuté de 3,4 % au premier semestre. Dans un premier temps, ce sont essentiellement les exportations à destination de la zone euro qui ont fléchi, mais la baisse des importations américaines a accéléré le mouvement de recul à partir du deuxième trimestre 2001. Cette dégradation a contribué à déprimer les perspectives de débouchés et a accéléré l'ajustement de l'investissement. Au premier semestre 2001, le déstockage a contribué pour - 1 point de PIB à la croissance, l'invest-

tissement productif pour $-0,1$. Autant pour les stocks que pour l'investissement, le recul a été amplifié par le surplomb de 2000, stockage involontaire d'un côté, achats anticipés de l'autre. Pour l'investissement productif, le recul reflète également, comme dans d'autres pays, un coup d'arrêt des investissements en TIC, qui avaient contribué pour près des deux tiers à la reprise de l'investissement depuis 1998.

Le ralentissement marqué depuis la mi-2000 met en relief d'une part l'impact de la crise prolongée du secteur du bâtiment, d'autre part la faible évolution du revenu des ménages.

Plusieurs facteurs expliquent la crise prolongée dans le bâtiment. L'investissement public, qui représente un peu plus de 10% de la FBCF bâtiment, subit comme dans d'autres pays les effets de la consolidation des dépenses publiques. Il est en outre très sensible à la situation financière des communes, qui les réalisent à hauteur de 60 %. Le redressement des finances communales avait permis une reprise de l'investissement public en 1999, mais la réforme fiscale s'est traduite par des pertes de recettes et une révision à la baisse des projets d'investissement en 2000. En 2001, c'est surtout le ralentissement conjoncturel et ses conséquences sur les recettes fiscales qui pèsent sur les dépenses d'investissement. Un quart de l'investissement privé en bâtiment est réalisé dans les nouveaux *Länder*. Or ces régions souffrent encore du surinvestissement réalisé jusqu'au milieu des années 1990 : depuis 1997, l'investissement à l'Est recule chaque année en moyenne de près de 7 %. Enfin, l'investissement résidentiel à l'Ouest avait bénéficié en 1999 d'aides fiscales. L'arrêt de ces aides et le maintien à un niveau élevé des taux hypothécaires jusqu'au début 2001 ont ensuite pesé sur l'investissement résidentiel.

La croissance du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages est l'une des plus faibles parmi les grands pays de la zone euro. Du deuxième trimestre 2000 au deuxième trimestre 2001, elle atteint 1,6 %, contre 3,2 % en France. Comme ailleurs, elle a été amputée par la hausse des prix de l'énergie et des prix alimentaires. Mais ces pertes se sont d'autant plus senties que la progression de la masse salariale a été très modérée (2,2 % du deuxième trimestre 2000 au deuxième trimestre 2001, contre 5 % en France). Cela tient pour une part à la modération salariale, mais surtout à l'évolution de l'emploi. En 2000, la plupart des conventions collectives ont été conclues pour deux ans. Elles ont confirmé la modération salariale engagée en 1996 (2,4 % en moyenne annuelle pour la croissance du salaire horaire en 2000 et 2001), mais ont limité les tentatives de rattrapage salarial en 2001. Les rares branches qui n'avaient pas négocié en 2000 ont de fait négocié en 2001 des hausses plus élevées, de l'ordre de 2,8 %. Cette modération salariale est du même ordre de grandeur qu'en France. L'économie allemande peine par contre à créer des emplois rémunérateurs. En moyenne depuis le début des années 1990, il faut une croissance supérieure à 1,6 % pour

créer des emplois. En 1998 et 1999, l'essentiel des postes de travail qui ont été créés sont de petits emplois, de très faible durée du travail. Les créations d'emploi génèrent de ce fait peu de revenus, ce qui fragilise en retour la consommation et la croissance. L'accélération des prix constatée à partir du second semestre 2000 a alors joué un rôle catalyseur. Elle est intervenue alors même que la politique restrictive du gouvernement exerçait déjà un frein sur la progression des prestations. La stagnation de la consommation s'est répercutée assez rapidement sur l'emploi dans les services, si bien que dès le troisième trimestre 2000, l'économie allemande a quasiment cessé de créer des emplois. La chute de la production industrielle depuis le début 2001 a ensuite accéléré la réduction des effectifs. La reprise de la consommation des ménages au premier semestre doit peu à la progression des salaires bruts. Elle a pour l'essentiel été financée par les allègements de fiscalité et la forte progression des dividendes.

Avant même les événements du 11 septembre 2001, les signaux conjoncturels disponibles laissaient se profiler au moins une activité stable, au mieux une reprise pour la fin de l'année 2001. Le climat général dans l'ensemble de l'économie s'est stabilisé deux mois consécutifs (juillet et août 2001) selon l'indicateur publié par l'IFO. Les perspectives de production se sont redressées à partir de juin dans l'industrie, le commerce de gros et le secteur du bâtiment. L'enquête sur les stocks dans l'industrie s'est nettement améliorée en juillet. Mais compte tenu des décalages habituels, qui peuvent aller jusqu'à deux trimestres, le retournement de l'enquête indique tout au plus une stabilisation des variations de stocks au troisième trimestre. Une stabilisation est également visible du côté des débouchés extérieurs. Les commandes étrangères se sont fortement redressées au printemps, ce qui a permis aux exportations de cesser de baisser. La sortie de crise du bâtiment s'est confirmée dans la remontée assez générale des entrées de commandes adressées aux entreprises de la branche depuis la fin du premier trimestre ainsi que dans la légère remontée de l'indice de production du bâtiment depuis avril 2001.

Mais d'autres signaux s'avéraient moins favorables. La remontée des commandes étrangères est fragile. Elle repose sur de gros contrats alors que les commandes en biens d'équipement et en biens intermédiaires ont baissé en juillet. Certes, le pouvoir d'achat des ménages a bénéficié au troisième trimestre du ralentissement de l'inflation¹¹, mais aucune stabilisation n'est encore visible du côté de l'emploi. Dans le commerce et le bâtiment, les perspectives d'embauche à trois mois se sont légèrement redressées au début de l'été, mais les décalages observés sur le passé ne laissent attendre aucune reprise de l'emploi dans ces branches avant la fin de l'année. De plus, aucun retournement des

11. L'indice des prix à la consommation a reculé deux mois consécutifs en raison de la baisse de la composante énergie et de la stabilisation des prix de l'alimentaire.

perspectives d'embauche n'est encore visible dans l'industrie manufacturière. Après s'être fortement redressé dans les premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires du commerce de détail a chuté de 1,2 % en juin et est resté bas en juillet. L'indicateur de confiance des consommateurs s'est fortement dégradé entre avril et juillet, par crainte du chômage. Cette dégradation est l'une des plus importantes des pays de la zone euro. La dégradation du marché du travail et les indicateurs disponibles plaident ainsi pour un certain attentisme de la consommation au troisième trimestre, avant un rebond au quatrième trimestre après les premiers signes de stabilisation de l'emploi. Enfin, le bas niveau des tensions sur les capacités, le redressement encore fragile des perspectives de débouchés et le recul des commandes en biens d'équipement allaient dans le sens d'une poursuite du recul des dépenses d'investissement productif au troisième trimestre, repoussant à la fin de l'année la reprise de l'investissement.

Notre prévision table sur une reprise très modérée au quatrième trimestre, essentiellement 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, la chute des importations américaines se couplant à l'atonie européenne. La faible progression du revenu des ménages pèserait sur la reprise de l'investissement résidentiel, tandis que l'investissement public devrait souffrir d'une moindre progression des recettes fiscales des communes. L'année 2001 se solderait par une croissance très faible, de 0,9 %. Ne pouvant trop attendre de ses débouchés extérieurs, l'économie allemande ne pourra pas non plus compter sur une demande intérieure très dynamique. Les signes d'amélioration sur le marché du travail risquent d'être très ténus en février-mars 2002, au moment où se négocieront les conventions collectives pilotes dans la métallurgie. La désinflation permise par le recul du prix de l'énergie et des prix alimentaires limitera les tentatives de rattrapage de pouvoir d'achat, si bien que les augmentations de salaires devraient se situer dans la lignée de la modération salariale de 2001. La progression de la masse salariale serait dans ces conditions à peine plus rapide en 2002 qu'en 2001 (2,2 % contre 2 %). Certes, les ménages bénéficieront en 2002 d'une moindre ponction inflationniste, mais cet effet sera en partie compensé par le retour à une orientation restrictive de la politique budgétaire. Le gouvernement se refuse en effet à avancer l'étape 2003 de la réforme fiscale et à rompre avec sa politique de contrôle des dépenses, compte tenu du niveau actuel du déficit public. Seule une baisse du taux d'épargne permettrait alors de soutenir la consommation des ménages en 2002. Celle-ci paraît plausible dans la mesure où les ménages n'auraient pas dépensé en 2001 les gains de pouvoir d'achat de la réforme fiscale. Mais elle serait d'une ampleur limitée compte tenu de l'entrée en vigueur en 2002 de la réforme des systèmes de retraites, qui incite à la hausse de l'épargne des salariés en subventionnant les cotisations au régime par capitalisation.

■ Division économie internationale

Avec 1,6 % en 2002, la croissance de la consommation privée serait encore plus modérée qu'en 2001 et l'une des plus faible de la zone euro. L'absence d'une amélioration nette du revenu des ménages atténuerait les effets bénéfiques de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires sur la reprise de l'investissement résidentiel. Le différentiel de demande intérieure 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 allemande serait cependant encore très modérée en 2002 (1,6 %).

21. Allemagne : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrds de DM 1995	Variations par rapport à la période précédente, en % *																					
		2000				2001				2002				1999		2000		2001		2002			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
Consommation des ménages	2132,5	0,3	1,1	-0,3	-0,4	1,0	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	0,5	0,5	0,4	0,3	0,5	0,5	3,0	1,6	1,7	1,6	1,6	1,7
Consommation publique	732,9	0,5	-0,1	-0,4	0,9	1,1	-0,3	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	1,2	1,3	0,9	1,3	0,9
FBCF totale	840,2	1,3	0,3	1,0	-1,0	-1,1	-1,3	0,0	0,3	0,4	0,5	1,0	1,0	0,4	0,5	1,0	1,0	3,7	2,9	-2,2	1,4	2,9	-2,2
Dont : équipement	310,7	4,8	1,5	4,0	-0,5	0,4	-2,7	-0,3	0,3	0,5	0,6	1,5	1,5	0,5	0,6	1,5	1,5	6,6	9,8	0,2	1,5	9,8	0,2
bâtiment	484,2	-1,2	-0,5	-1,1	-1,7	-2,4	-0,7	0,1	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,2	0,3	0,5	0,5	1,1	-2,1	-4,7	0,8	-2,1	-4,7
logiciels, autres	45,4	2,5	0,7	0,8	3,0	0,1	2,8	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	13,5	9,0	6,1	6,3	9,0	6,1
Exportations de biens et services	1130,9	4,4	2,4	3,4	3,4	-0,2	0,7	0,0	0,4	0,6	1,2	2,0	2,0	0,6	1,2	2,0	2,0	5,2	13,9	5,2	3,5	13,9	5,2
Importations de biens et services	1101,5	1,8	3,2	2,8	5,1	-4,0	1,1	0,0	0,3	0,5	1,0	2,7	1,7	0,5	1,0	2,7	1,7	8,1	10,6	2,7	3,6	10,6	2,7
Variations de stocks, en mrds DM 1995		-5,1	1,2	0,2	9,2	-4,2	-4,9	-6,0	-6,5	-6,5	-6,5	-3,0	-3,0	-6,5	-6,5	-3,0	-3,0	-6,5	5,5	-21,6	-19,0	5,5	-21,6
PIB	3728,5	1,0	1,2	0,1	0,2	0,4	0,0	0,0	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,5	0,7	0,7	1,7	3,2	0,9	1,6	3,2	0,9
Prix à la consommation		0,6	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	0,0	0,4	0,8	0,4	0,3	0,3	0,8	0,4	0,3	0,3	0,6	2,0	2,5	1,9	2,0	2,5
Solde courant, en points de PIB		-0,7			-1,4	-0,8			-0,9	-0,8			-0,8	-0,8			-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-1,1	-0,9

* À l'exception des lignes « variations de stocks » et « solde courant ».
Sources : Deutsche Bundesbank, prévisions OFCE.

Italie : dans la vague sans barreur

Le ralentissement international s'est transmis à l'Italie avec plus de retard (0,8 % de croissance du PIB au premier trimestre et 0 % au deuxième) et moins d'intensité qu'à ses partenaires européens (respectivement 0,5 % et 0,1 % pour l'ensemble de la zone euro). La réponse des exportations (- 1,3 %) et de l'investissement (- 0,3 %) à la décélération du commerce mondial ne s'est pleinement manifestée qu'au deuxième trimestre 2001, inversant la tendance à l'amélioration du solde extérieur. Par contre la consommation des ménages a stagné au premier trimestre. Il en est résulté une accumulation involontaire des stocks.

Depuis un an, la forte hausse de la confiance des ménages ne s'est pas traduite dans leurs dépenses. L'anticipation de la hausse des prix de l'énergie n'a, par exemple, pas affaibli la confiance, tout en ayant eu un impact sur la consommation. D'autre part la masse salariale a continuellement progressé aux deux derniers semestres. Les créations d'emplois sont restées soutenues en juillet (1,8 % en glissement annuel), bien qu'en léger ralentissement et se sont accompagnées d'une hausse du taux d'activité. Le taux de chômage (9,2 % dans l'ensemble du pays) est déjà descendu à 3,6 % dans le nord du pays. Des crédits d'impôt (d'octobre 2000 à la fin 2003) ont favorisé la création d'emplois à durée indéterminée. Les revendications des travailleurs ont porté plus sur des garanties de sécurité de l'emploi que sur des hausses de salaires. Les accords négociés dans l'industrie mécanique (secteur phare de l'industrie comptant pour 12,5 % de la masse salariale) se sont conclus sur une augmentation de 2,2 %. Les fortes hausses de salaires, 3,8 %, incluses dans les accords de la fonction publique en mai, en pleine période électorale, n'ont porté la hausse moyenne des salaires qu'à 2,5 % (contre 1,8 % et 1,9 % en 1999 et 2000), ce qui compte tenu du taux d'inflation (2,8 % en août) se traduit par une perte de pouvoir d'achat des salaires de 0,3 %. Par ailleurs, une deuxième année d'impulsion positive de la politique budgétaire (de 0,2 point de PIB en 2000 comme en 2001) a soutenu le pouvoir d'achat des ménages. À la baisse des taux de l'IRPP et de l'impôt sur les successions et à la forte hausse des déductions pour enfant à charge, s'est ajoutée, en 2001, la restitution de la cagnotte fiscale.

Ce « mystère » de la consommation (le décrochage entre confiance et dépenses) trouve son explication dans des facteurs financiers. Le taux d'endettement des ménages, qui était extrêmement bas en 1994, a connu une hausse de 8 points de 1995 à 2000, et se stabilise maintenant à un niveau proche de la moyenne européenne. L'impact négatif des chutes des cours boursiers s'accompagne d'une réallocation de l'épargne vers des instruments à plus faible rentabilité et volatilité. L'anticipation d'une faible rentabilité future de l'épargne et la volonté de reconstituer une

richesse financière érodée par les évolutions boursières auraient provoqué la stabilisation du taux d'épargne.

La fin d'une période de fortes dépenses en biens durables (celles-ci n'ont progressé que de 0,1 % au premier semestre) suit le brusque ralentissement des investissements des entreprises en matériels de transports, qui était intervenu fin 2000 après six semestres de forte croissance. Les mesures incitant au renouvellement du parc (élimination des automobiles roulant au super carburant fin 2001) n'ont pas enrayer la chute au premier semestre (- 2,7 %). La correction de la FBCF en biens d'équipement (- 0,5 % au deuxième trimestre 2001) se lisait déjà depuis décembre dans la dégradation des perspectives de production et des carnets de commandes des biens d'investissement. Elle a pu être accentuée par l'échéance électorale et l'annonce par la nouvelle majorité de mesures d'aide fiscale à l'investissement qui incitait à un report de l'investissement en fin d'année. Ces baisses n'ont pas été compensées par le dynamisme de l'investissement en bâtiment qui bénéficient encore en 2001 des aides fiscales à la rénovation de l'habitat.

Bien qu'en décélération depuis la fin 2000 les exportations ont encore fourni une contribution importante à la croissance du PIB au premier trimestre. Le ralentissement s'est manifesté au deuxième trimestre avec une forte dégradation des exportations vers la zone euro. Les importations, déjà en ralentissement sur la fin 2000 ont connu un sursaut au premier trimestre, malgré la faiblesse de la consommation et de l'investissement.

Le rebond d'activité au premier trimestre 2001 se caractérise par une forte accumulation de stocks, après un net déstockage fin 2000, malgré les incertitudes croissantes sur les débouchés. Mais la hausse des opinions sur les stocks dans l'industrie montre qu'il s'agit d'une accumulation en partie involontaire. Le désir de profiter de la baisse des prix des matières premières peut avoir amplifié un profil heurté.

Les événements du 11 septembre sont intervenus dans une situation de reprise fragile, annoncée par un premier retournement de la confiance dans l'industrie en août après quatre mois de baisse. La dégradation des opinions sur les commandes étrangères s'était interrompue et les perspectives à l'exportation étaient en amélioration. En septembre, le climat de confiance des consommateurs s'est stabilisé à un niveau encore élevé, après sa chute de juillet et d'août. L'enquête intègre des opinions recueillies avant et après les attentats. Ces dernières montrent une dégradation des anticipations, mais qui reste limitée.

Un des facteurs qui devrait le plus contribuer à la croissance en 2002 est la consommation des ménages, impulsée par notamment par la décélération de l'inflation et par la hausse de la masse salariale. L'emploi salarié continuerait à augmenter, bien qu'à un rythme plus faible (+ 1,2 %) et la croissance du salaire par tête (+ 2,6 %) bénéficierait d'une récupé-

ration partielle de l'écart entre l'inflation et l'inflation anticipée en 2001. Ces gains de revenu pourraient être compensés par la fragilisation de la confiance. Par contre, la baisse du différentiel d'inflation avec les pays de la zone euro et la disparition des effets inflationnistes du début d'année (augmentation des prix des services administrés et des primes d'assurance automobile) justifient une dynamique plus soutenue des dépenses des ménages, en ligne avec la tendance européenne en 2002.

Celle-ci restera cependant bridée par une politique budgétaire moins expansionniste en 2002. Le budget présenté par le gouvernement comporte des mesures induisant une impulsion négative de 1,3 point de PIB, pour atteindre l'objectif de déficit de 0,5 % du PIB. Le gouvernement a renoncé aux mesures de nouvelles baisses de l'IRPP et de l'IS, qui figurait dans son programme électoral. L'amélioration du solde repose sur des mesures de maîtrise des dépenses publiques, de vente de biens publics et, de nouveau, sur les recettes de la lutte contre la fraude fiscale. Ces dernières nous semblant surévaluées, nous prévoyons une réduction plus modeste du déficit à 1 % du PIB et une impulsion négative de 0,9 point.

La nouvelle majorité espérait que l'Italie allait échapper au ralentissement en 2001 par un rebond de l'investissement induit par les mesures d'incitations fiscales. Ces mesures prévoient l'exclusion de la base imposable de l'IS de 50 % du montant des investissements en biens d'équipement et en formation, excédant la moyenne des cinq dernières années. Elles concernent les investissements effectués sur toute l'année 2001 et 2002, mais elles n'étaient pas encore entrées en vigueur en septembre. Compte tenu de cette incertitude, couplée à la baisse des anticipations sur l'évolution de la demande finale, l'attentisme en matière d'investissement devrait durer jusqu'à la fin 2001.

La loi actuelle reprend les dispositifs de la loi Tremonti de 1994, qui était venue à point nommé pour soutenir l'investissement productif qui souffrait du ralentissement des demandes intérieure et étrangère. Après une chute de 14,9 % en 1993, celui-ci avait crû de 6,7 % en 1994 et 10,6 % en 1995. Le supplément d'investissement induit par la loi de 1994 avait été estimé à 1,7 point de PIB ; la prévision du gouvernement est de 2,3 pour 2001 puis de 3,1 points de PIB pour 2002. La nôtre est bien inférieure. En premier lieu le gouvernement estime que la totalité de la hausse de l'investissement en équipement en 1994-1995 est due aux mesures, alors qu'une estimation de l'effet de ces mesures n'aboutit qu'à 20 % de l'augmentation¹². De plus, les mesures actuelles ne subventionnent que l'investissement additionnel par rapport à un niveau de référence portant sur les cinq dernières années, qui a déjà connu un fort mouvement d'accumulation de biens d'équipement, ce qui devrait

12. Selon le Rapport de Società Italiana di Monitoraggio (1999), cité par le ministre du Trésor.

en limiter nettement le coût financier et l'effet d'impulsion. De plus le gouvernement suppose que l'investissement aurait été stable en 2001 en absence des incitations fiscales, alors que l'acquis à la fin du premier semestre était déjà de 1,3 %. Enfin, les mesures remplacent des incitations déjà existantes, introduites dans la réforme fiscale de 1998. L'effet pourrait donc être surtout de reporter le rebond en 2002, lors de la reprise de la croissance des débouchés. Le niveau élevé du taux d'utilisation des capacités, la plus forte intensité capitalistique de l'économie italienne induirait en 2002 une plus forte dynamique de l'investissement que dans le reste de la zone euro (3 % de hausse de la FBCF totale). L'investissement en bâtiment sera impulsé par le programme d'investissements publics annoncé par le gouvernement, dont on verra déjà les effets en fin 2001.

Ces tendances justifient une plus forte progression des importations que dans la zone euro, du fait de la traditionnelle dépendance de l'Italie des importations en phase d'accélération de la demande. D'autre part, la tendance à la dégradation des parts de marché à l'exportation se poursuivrait. La contribution du solde extérieur à la croissance serait donc nettement négative.

Le retournement du cycle en 2002, malgré une politique budgétaire moins favorable à la croissance, se fonderait autant sur une reprise de l'économie mondiale (+ 2,6 % pour les exportations) que sur des facteurs internes. La consommation des ménages croîtrait de 1,9 %, la FBCF de 3,0 %. Le taux de croissance du PIB n'atteindrait pas le rythme honorable enregistré en 2000, retrouvant ainsi un différentiel négatif avec la zone euro en 2002. Notre prévision n'incorpore qu'une faible efficacité des politiques gouvernementales de soutien de l'offre et d'incitation de la demande, dont l'impact sur la croissance est, selon nous, surestimé par le gouvernement. Notre prévision de croissance du PIB (1,8 % en 2001 et 1,6 % en 2002) est ainsi nettement plus faible que celle du gouvernement (respectivement 2,0 % et 2,3 %).

22. Italie : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrd de ITL 1995	Variations par rapport à la période précédente, en %*															
		2000				2001				2002				1999 2000 2001 2002			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	1999	2000	2001	2002
Consommation des ménages	1148203	1,2	0,9	0,3	0,5	0,0	0,6	0,1	0,3	0,4	0,6	0,7	0,7	2,3	2,9	1,4	1,9
Consommation publique	338263	0,5	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	1,6	1,7	0,7	0,8
FBCF totale	378531	1,6	1,3	0,9	-0,1	0,8	-0,3	0,2	0,5	0,8	1,0	1,3	1,5	4,6	6,1	1,5	3,0
dont :																	
— machines et biens d'équipement	180934	1,4	1,7	1,2	-0,4	0,7	-0,5	0,0	0,2	0,5	1,0	1,3	1,6	5,4	7,3	1,2	2,4
— transport	42162	4,3	2,2	-0,3	0,3	-2,4	-1,0	-0,4	0,5	0,6	0,7	1,0	1,0	8,4	9,9	-2,6	1,8
— bâtiment	155434	1,2	0,6	0,8	0,2	1,7	0,2	0,5	0,9	1,1	1,2	1,3	1,4	2,8	3,6	3,0	4,0
Variations de stocks	21993	-0,1	0,3	-1,7	0,1	0,6	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,4	-1,0	-0,1	0,0
Exportations de biens et services	535886	-0,7	2,9	7,2	1,4	1,4	-1,3	-0,8	0,4	0,8	1,3	1,5	1,8	0,0	10,2	5,4	2,6
Importations de biens et services	515810	-0,3	5,4	1,3	0,0	1,5	-0,2	-0,2	0,4	0,9	1,5	1,9	2,1	5,1	8,3	3,3	3,8
Solde extérieur	20076	-0,1	-0,6	1,7	0,4	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-1,3	0,6	0,7	-0,3
PIB	1907065	0,9	0,5	0,4	0,8	0,8	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,7	0,7	1,6	2,9	1,8	1,6

* À l'exception des lignes « variations de stocks », contribution à la croissance du PIB en points, et « solde courant », en points de PIB.
Sources : Istat, prévisions OFCE.

L'Espagne tire son épingle du jeu

La croissance espagnole a amorcé une phase de ralentissement au second semestre 2000. Mais, partie d'un rythme de croissance élevé, l'Espagne est restée au premier semestre 2001 un des pays les plus dynamiques de la zone euro, en raison de la bonne tenue de sa demande interne. Cette bonne performance est surtout le fait d'un premier trimestre encore vigoureux (0,8 %), le deuxième ayant connu un léger ralentissement (0,5 %), dû à une décélération de la consommation des ménages (0,4 %, après 1,2 % au premier trimestre). Par contre, l'investissement est resté dynamique. Après un passage à vide au dernier trimestre 2000, l'investissement en équipement a redémarré en 2001. L'investissement en bâtiment connaît une croissance régulière depuis trois trimestres (supérieur à 5 % en glissement annuel). Il est soutenu par le vaste plan de développement des infrastructures s'étalant de 2000 à 2006, afin de combler le retard de l'Espagne, mais aussi par l'effet du passage à l'euro. En effet, certaines personnes écoulent, dans ce secteur de la construction, leurs fonds non légaux avant l'arrivée de l'euro. La consommation des ménages a nettement ralenti au deuxième trimestre. Les immatriculations d'automobiles, après un premier trimestre 2001 dynamique du fait de la prolongation des mesures de prime à la casse, ont ensuite ralenti. Comme ailleurs dans la zone euro, les ménages ont subi une diminution de la croissance du pouvoir d'achat de leur salaire (0,15 % au deuxième trimestre, contre 0,3 % au premier), en raison de l'accélération de l'inflation, tirée par les prix de l'énergie et des produits alimentaires. Par ailleurs, bien que le chômage ait continué à baisser au premier semestre 2001, pour atteindre un peu moins de 13 % (soit tout de même le niveau le plus élevé de l'Union européenne), le rythme de créations d'emplois s'est ralenti (0,3 % au deuxième trimestre 2001, après 0,6 % au premier). La contribution du commerce extérieur a été négative, du fait de la baisse des exportations liée à un environnement extérieur morose et du dynamisme des importations (1,8 % au deuxième trimestre), tirées par la demande intérieure.

À la mi-2001, les indicateurs conjoncturels restent globalement mauvais. L'indicateur de confiance dans l'industrie se dégrade depuis avril 2001, et a été particulièrement bas en juillet. Les carnets de commandes, aussi bien intérieurs qu'étrangers, se sont dégradés et le solde d'opinions sur les stocks de produits finis a nettement augmenté au cours du deuxième trimestre 2001, ce qui laisse présager un déstockage dans les prochains mois, qui aurait un impact négatif sur la production. Depuis début 2001, les soldes d'opinions dans le secteur de la construction sont restés quasiment stables, grâce au programme d'investissement public. Enfin, le moral des consommateurs, bien qu'encore relativement élevé et toujours supérieur à la moyenne européenne, ne cesse de se

détériorer, en raison des mauvaises perspectives de prix et des craintes du chômage.

Depuis le début 2001, une nette décélération de l'inflation sous-jacente s'observe : le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation des biens manufacturés, qui avait approché 5 % fin 2000, est retombé à 1,6 % en août 2001. Cette décélération, couplée à la réduction des tensions sur les capacités de production et au ralentissement des créations d'emplois, permet d'écarter les risques d'une spirale inflationniste en 2001. Les conventions collectives nationales prévoient des clauses de révision des salaires, permettant de rattraper les pertes de pouvoir d'achat induites par une inflation supérieure à celle prise en compte. Mais les syndicats se sont déclarés favorables à des augmentations modérées, leur principal objectif étant la baisse du taux de chômage. Par ailleurs, les coûts unitaires sont restés maîtrisés : ils progressent à un rythme de 3 % depuis 1998, et n'ont connu aucune accélération en 2000 ou au premier semestre 2001. Les faibles gains de productivité (à peine plus de 1 % en 2000) ont été accompagnés d'un ralentissement des salaires par tête. Cette maîtrise devrait permettre de limiter la dégradation des profits et assurerait le maintien d'une bonne compétitivité.

Comme dans les autres pays, les ménages espagnols bénéficieront du ralentissement de l'inflation, ce qui devrait limiter la baisse de la consommation fin 2001, avant un redémarrage au second semestre 2002. La croissance de la consommation atteindrait alors 2,6 % en 2001 et 1,9 % en 2002. La politique budgétaire serait légèrement expansionniste ; la baisse de l'impôt sur le revenu n'est prévue que pour 2003, mais des mesures ont été prises récemment pour soutenir les entreprises en 2002. L'investissement a jusqu'à maintenant peu réagi à la dégradation des perspectives de production des entreprises. Une correction pourrait intervenir fin 2001. Elle concernerait plus l'investissement en équipement qu'en infrastructure, ce dernier bénéficiant du plan gouvernemental. Le maintien d'une bonne rentabilité des entreprises permettrait une reprise franche de l'investissement à partir du second semestre 2002, en phase avec la reprise européenne. Avec un taux de croissance de la FBCF de 4 % en 2001 et de 5,5 % en 2002, l'Espagne retrouverait ainsi, après une pause en 2001, une forte croissance de l'investissement. La contribution du commerce extérieur resterait négative au second semestre 2001, en raison de la persistance du décalage de demande intérieure entre l'Espagne et ses partenaires européens. La maîtrise des coûts unitaires devrait permettre à l'Espagne de profiter pleinement de la reprise de ses débouchés extérieurs au second semestre 2002. La contribution du commerce extérieur serait cependant négative en 2002. Après quatre ans de forte croissance (proche de 4 %), la progression du PIB espagnol ne serait que de 2,7 % en 2001 et de 2,4 % en 2002. Elle resterait toutefois parmi les pays les plus dynamiques de la zone.

23. Espagne : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrds d'écus 1995	Variation par rapport à la période précédente en % *			
		1999	2000	2001	2002
Consommation des ménages	308	4,7	4,1	2,6	1,9
Consommation publique	90	2,9	5,3	2,0	2,4
FBCF totale	126	8,9	5,5	4,0	5,5
Exportations de biens et services	149	6,6	10,5	4,3	2,3
Importations de biens et services	158	11,9	10,6	4,1	3,5
Variations de stocks	2	0,2	- 0,1	- 0,2	- 0,2
PIB	516	4,0	4,3	2,7	2,4

* À l'exception de la ligne « variations de stocks », en points de PIB.
Sources : Eurostat, INE, prévisions OFCE.

Saturation aux Pays-Bas

Le ralentissement de l'activité aux Pays-Bas a été rapide depuis le milieu de l'année 2000 et s'est accentué au premier semestre 2001. Le PIB n'a augmenté que de 0,1 % aux premier et deuxième trimestres 2001. Le glissement annuel du PIB a atteint son plus bas niveau depuis fin 1993 avec 1,5 % au deuxième trimestre, après quatre ans de croissance voisine de 4 %. Certes, l'épidémie de fièvre aphteuse aurait amputé la croissance d'un quart de point de PIB en 2001. Mais les raisons essentielles de l'affaiblissement de la croissance sont autres.

Déjà au second semestre 2000, l'investissement des entreprises et l'investissement logement avaient fléchi. La croissance de la demande intérieure avait alors été soutenue par les dépenses des ménages qui anticipaient le relèvement de la TVA au premier janvier.

La consommation privée n'a pas été stimulée par l'assouplissement de la politique budgétaire. Les ménages bénéficient d'un allègement d'impôt représentant environ 0,7 point de PIB grâce à une importante réforme fiscale comprenant une réduction des impôts directs et des cotisations de Sécurité sociale compensées en partie par un alourdissement de la fiscalité indirecte. Un nouvel assouplissement est annoncé dans le budget 2002. Cependant, les paiements d'intérêts sur les crédits à la consommation ne sont plus déductibles. Les emprunts sont donc plus chers pour les ménages. D'autre part, la baisse des prix des actions et des prix des biens immobiliers a assombri la situation financière des ménages. Les intentions d'achats importants ont fortement reculé. L'effet de richesse négatif a provoqué une remontée du taux d'épargne. De plus, le pouvoir d'achat des ménages est freiné par l'accélération des prix. L'inflation mesurée par l'indice des prix harmonisé se maintient au-dessus de 5 % depuis février 2001, soit le taux le plus haut dans la zone euro. Elle a atteint un maximum depuis presque vingt ans. Les majorations d'impôts indirects (TVA et écotaxes) expliquent plus d'un point d'inflation.

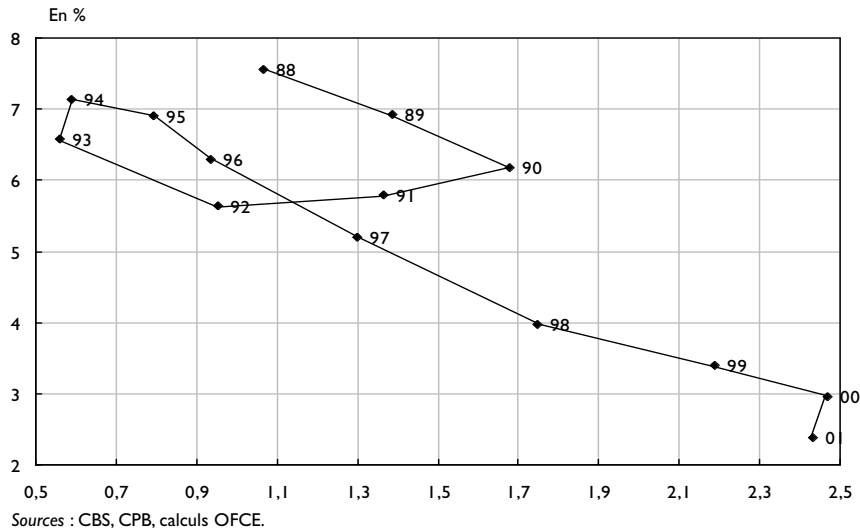
Le contexte inflationniste et les tensions persistantes sur le marché du travail ne facilitent pas les négociations salariales. La courbe de Beveridge indique des tensions croissantes sur le marché du travail (graphique 21). Le risque d'une spirale prix-salaire est plus grand cette année, malgré l'effet modérateur sur les salaires qu'aurait dû avoir la réforme fiscale. La situation de suremplei du marché du travail constitue une contrainte pour l'appareil productif.

Le ralentissement de l'activité devrait permettre d'alléger les tensions. Sur la courbe de Beveridge, le dernier point indique une nouvelle baisse du taux de chômage en 2001, induite par la forte croissance passée, mais également par les mesures favorisant le retour à l'emploi des chômeurs de longue durée. Parallèlement, le taux d'emplois vacants a cessé de croître. Ce retournement semble indiquer une certaine détente

du marché du travail. Les perspectives d'emploi issues des enquêtes dans l'industrie et la construction se sont dégradées au troisième trimestre 2001. L'indicateur synthétique de confiance a encore reculé en septembre. Les opinions sur les carnets de commandes dans l'industrie se dégradent pour le dixième mois consécutif en septembre.

Dans une situation de fort repli des exportations, la demande intérieure ne peut prendre le relais. Après cinq ans de croissance soutenue de la consommation privée et des achats de biens durables, des effets de saturation amplifiés par des achats anticipés en 2000 et un comportement plus prudent en 2001 ont pesé sur la demande intérieure et ont induit un rapide ralentissement de l'investissement et de l'activité. Le PIB n'augmenterait que de 1,4 % en 2001 et 2 % en 2002

21. Taux de chômage et taux d'emplois vacants aux Pays-Bas



24. Pays-Bas : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrds d'euro 1995	Variation par rapport à la période précédente en % *			
		1999	2000	2001	2002
Consommation des ménages	182	4,4	3,9	1,3	2,0
Consommation publique	83	2,5	3,1	2,4	2,4
FBCF totale	81	6,5	4,0	0,5	2,0
Exportations de biens et services	235	5,6	9,1	2,1	2,0
Importations de biens et services	215	6,3	9,1	2,3	2,7
Variations de stocks *	1	-0,2	-0,2	0,0	0,1
PIB	367	3,9	3,9	1,4	2,0

* À l'exception de la ligne « variations de stocks », en points de PIB.
Sources : Eurostat, CBS, prévisions OFCE.

Russie et PECO : croissance et inflation

Durant les huit premiers mois de l'année 2001, la Russie a connu une croissance vigoureuse, peu affectée par le ralentissement des pays industriels, la Russie exportant essentiellement de l'énergie et des matières premières. En 2000, la vive croissance du PIB (8,3 %) avait été impulsée par la consommation (+ 10 %) et surtout par l'investissement (+ 17,4 %). La croissance a certes ralenti en fin d'année 2000, mais elle était encore de 5,1 %, en glissement annuel, au deuxième trimestre 2001. Toujours, en glissement annuel, la croissance de la production industrielle était de 5 % en août. Le taux de chômage a poursuivi sa baisse (8,3 % en juillet contre 9,8 % en décembre 2000). Des pénuries de main-d'œuvre qualifiée commencent à apparaître. Les salaires réels ont fortement augmenté (17,8 % en glissement annuel en juillet 2001) et retrouvent le niveau d'avant la crise. La consommation devrait donc rester soutenue. Le taux de change du rouble ne se déprécie que modérément (5,7 % en un an), ce qui induit une remontée progressive du taux de change réel (qui est à 85 actuellement, contre 104 avant la crise et 60 après). Malgré une légère dégradation, la balance commerciale reste fortement excédentaire (28 milliards au premier semestre 2001 après 61 milliards de dollars en 2000). La forte augmentation des rentrées fiscales, en particulier grâce aux taxes pétrolières, a permis aux administrations d'être excédentaires de 2,5 % du PIB en 2000. Cet excédent, ainsi que les avancées des réformes fiscales, tendent à normaliser la situation. Par contre, l'inflation ne ralentit guère et était encore de 20,9 % en glissement annuel en août 2001 ; elle serait encore de 20 % en 2001 et de 16 % en 2002. Les taux d'intérêt restent relativement bas (18,5 % pour le taux du crédit). La consommation bénéficierait de la baisse du chômage et des hausses de salaires réels, mais la compétitivité continuerait à se dégrader. La Russie pourrait être atteinte par le ralentissement mondial si celui-ci provoque une forte baisse du prix de l'énergie. Dans un scénario où le prix du pétrole ne chuterait pas, la croissance ne devrait ralentir que modérément pour s'établir à 4,5 % en 2001 puis 4 % en 2002.

L'économie polonaise connaît actuellement une période difficile après huit années de croissance soutenue. La politique monétaire restrictive, mise en œuvre pour freiner l'inflation, a provoqué une forte surévaluation du change au moment où les marchés extérieurs devenaient moins porteurs ; la remise en ordre libérale s'est traduite par une forte hausse du chômage ; le ralentissement a encore creusé le déficit public. La croissance a fortement ralenti, passant, en glissement annuel, de 6 % en 1999 à 0,9 % au deuxième trimestre 2001. En août, le glissement annuel de la production industrielle n'était plus que de 1,1 %. Les enquêtes de conjoncture dans l'industrie montrent que les perspectives de production se sont fortement détériorées. Depuis deux ans, le taux de chômage a connu une hausse importante, de 10 à 16 %, en raison de la résorption

des sureffectifs. L'inflation, qui avait accéléré sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie, reflue actuellement et pourrait revenir à 5 % en 2002 (après 10 % en 2000 et 6 % en 2001). La politique monétaire reste restrictive, même si le taux de refinancement a été baissé de 17,75 à 14,5 %. Le déficit commercial (6 % du PIB) est financé par des entrées de capitaux, attirés soit par le niveau élevé des taux d'intérêt, soit par le dynamisme économique, mais celui-ci est mis en cause par la crise actuelle. Le taux de change, qui maintenant flotte librement, s'était apprécié de 20 % par rapport à l'euro de juillet 2000 à juin 2001. Il s'est effondré de 13 % en juillet-août quand le marché a pris conscience de la dégradation des soldes public et extérieur. Le déficit public devrait se creuser jusqu'à 5 % du PIB en 2001, du fait du ralentissement de l'activité. La gauche, revenue au pouvoir en septembre 2001, devra mettre en œuvre une politique budgétaire restrictive pour éviter qu'il ne se creuse davantage. Compte tenu de la faiblesse de la consommation et des exportations, la Pologne connaîtrait une croissance médiocre en 2001 et en 2002, de l'ordre de 2 à 2,5 %. Une forte baisse des taux d'intérêt et du taux de change serait nécessaire, mais elle pourrait faire resurgir l'inflation.

La Hongrie a cherché ces dernières années à suivre le modèle irlandais, en attirant des entreprises de hautes technologies grâce au prix relativement bas de sa main-d'œuvre. Elle a connu une forte croissance en moyenne annuelle en 2000 (5,2 %), qui a eu tendance à ralentir quelque peu ; en glissement annuel, au deuxième trimestre 2001, la croissance n'était plus que de 4,0 %. En juillet 2001, la production industrielle avait connu une baisse de 0,8 % en un an. L'inflation a été de 9,8 % en 2000 et ne ralentirait qu'à peine en 2001 (8,7 % en glissement annuel en août 2001). Le taux de chômage est descendu jusqu'à 5,7 % à la mi-2001 ; des pénuries de main-d'œuvre qualifiée apparaissent. Le taux d'intérêt a été monté à 11 % pour lutter contre l'inflation ce qui entraîne des pressions à la montée du taux de change. Depuis avril 2001, le florin est en change flottant dans des marges de fluctuations de 30 % ; il s'est apprécié de 7 % par rapport à l'euro. La Banque centrale espère ainsi lutter contre l'inflation. Le gouvernement a décidé d'utiliser la « cagnotte fiscale » provoquée par la forte croissance passée pour soutenir la croissance fin 2001 et en 2002. La demande intérieure apparaît soutenue, tant la consommation que l'investissement. Par contre, la baisse du dynamisme de l'Union européenne et la hausse du taux de change réel pèseraient sur la croissance, qui serait de 4 % en 2001 et 2002, tandis que le déficit extérieur se creuserait.

En 2000, la République tchèque a renoué avec la croissance (2,9 %) grâce à la reprise de l'investissement et des exportations, la consommation restant peu dynamique. Début 2001, la consommation a pris le relais des exportations. Au deuxième trimestre, la croissance est de 3,9 % en glissement annuel. La croissance annuelle de la production industrielle a été de 3,7 % en juin, de 9,3 % en juillet. Mais les perspectives de

■ Division économie internationale

production se dégradent. Le taux d'intérêt a été fortement abaissé en octobre 1999 (5,5 % actuellement). En un an, la couronne s'est dépréciée de 3 % par rapport à l'euro, ce qui a évité des pertes de compétitivité. L'inflation a augmenté nettement (5,9 % en glissement en juillet 2001), ce qui pourrait entraîner une politique monétaire plus restrictive d'ici peu. À partir de la mi-2000, le taux de chômage a commencé à diminuer, de 9,3 % en mai à 8,5 % en janvier 2001 ; il s'est ensuite stabilisé. Par contre, la politique budgétaire expansionniste a creusé le déficit public (6 % du PIB en 2000) et la reprise d'activité a creusé le déficit extérieur (4,3 % du PIB). Aussi, la croissance devrait-elle être financée par des investissements directs étrangers et les privatisations. La croissance serait de l'ordre de 3,5 % en 2001 et en 2002, mais la poussée de l'inflation et des déficits la fragilise.

Malgré un ralentissement de ses exportations, la République slovaque a connu jusqu'à mi-2001 une croissance satisfaisante (2,8 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2001), principalement tirée par la consommation et surtout par la FBCF, qui ont contrebalancé la détérioration du solde commercial. La production industrielle a connu une croissance annuelle de 6,5 % en juin. Toutefois, les enquêtes de conjoncture montrent une forte baisse des perspectives de production dans l'industrie, sans doute causée par la crainte de la contagion du ralentissement de l'UE. Depuis un an, le taux de change en euro est stable, ce qui induit des pertes de compétitivité. Le taux d'inflation a ralenti nettement (8 % en 2001 contre 12 en 2000) favorisant la reprise de la consommation. Les taux d'intérêt sont relativement bas (7,7 % en septembre). Le taux de chômage reste très élevé (17,8 % en août). La détérioration de la situation à l'Ouest devrait freiner la reprise en 2001 et 2002.

Les PECO ont jusqu'à présent peu souffert du ralentissement de l'économie mondiale. Leurs conditions de financement externe ne se sont pas dégradées. À l'exception de la Pologne, ils ont réussi à maintenir une croissance vigoureuse et inflationniste, financée par d'importants investissements directs extérieurs.

25. Russie et PECO : résumé des prévisions

	PIB (en %)			Inflation (en %)			Balance courante (% du PIB)		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Russie	8,3	4,5	4,0	20,2	20	16	18,5	15	14
Pologne	4,0	2,0	2,4	10,1	6	5	-6,1	-6,0	-6,3
Hongrie	5,2	3,8	4,0	9,8	9,2	7,0	-3,3	-5,3	-5,5
R. tchèque	2,9	3,4	3,4	3,9	5,2	5,2	-4,3	-5,5	-5,6
Slovaquie	2,2	2,7	3,2	12,0	8,0	6,8	-3,6	-5,7	-5,7

Sources : Instituts de statistique nationaux, *Consensus Forecasts*, prévisions OFCE.

Achévé de rédiger le 5 octobre 2001