



**HAL**  
open science

## Après la bulle...

Henri Sterdyniak, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Mathieu Chatelain,  
Thierry Latreille, Catherine Mathieu, Christine Riffart, Paola Veroni,  
Philippe Sigogne, Françoise Charpin, et al.

► **To cite this version:**

Henri Sterdyniak, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Mathieu Chatelain, Thierry Latreille, et al.. Après la bulle.... Revue de l'OFCE, 2001, 77, pp.7 - 98. 10.3917/reof.077.0007 . hal-03458539

**HAL Id: hal-03458539**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03458539v1>**

Submitted on 30 Nov 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# APRÈS LA BULLE...

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

*En 2000, la croissance mondiale a été de 4,7 %, soit le plus haut niveau depuis 1988, ceci grâce à la conjonction exceptionnelle de facteurs favorables : effets de la « nouvelle économie » ; bulle boursière ; sortie de crise dans les pays émergents d'Asie, en Amérique latine et en Russie ; dynamisme persistant de la Chine et de plusieurs pays d'Europe en transition ; enfin, nouvel essor européen. Par contre, la hausse des prix de l'énergie a pesé sur la croissance. Le bas niveau de l'euro a eu un effet positif, en redistribuant la demande des États-Unis vers l'Europe. Après un premier semestre euphorique, l'activité a montré des signes de faiblesse au second semestre, en particulier aux États-Unis et en Allemagne.*

*En 2001 la croissance mondiale ne serait que de 3,1 % mais remonterait à 3,7 % en 2002. La croissance connaîtrait un passage à vide aux États-Unis, entraîné par la fin de la bulle de la « nouvelle économie » : chute des cours boursiers et épuisement de l'impulsion donnée par les nouvelles technologies. S'y ajouteraient l'engluement du Japon et un net ralentissement de la croissance en Asie, frappée par la baisse de la demande de biens à haut contenu technologique. La zone euro verrait le maintien d'une croissance relativement vigoureuse, malgré un ralentissement en cours d'année 2001 induit par la faiblesse des demandes d'Amérique du Nord et d'Asie. L'écart se creuserait entre une conjoncture favorable en France et plus déprimée en Allemagne, malgré une réforme fiscale expansionniste. La croissance du commerce mondial passerait d'un rythme de 14 % l'an en 2000 à 4 % au premier semestre 2001, puis 8 % en 2002. Le prix de l'énergie resterait à un niveau relativement élevé (22 dollars pour le Brent en 2002). La remontée de l'euro vis-à-vis du dollar serait limitée.*

*La plus grande incertitude provient des États-Unis. Notre prévision suppose que, même s'il a généré une bulle financière, l'essor récent de l'économie américaine reposait sur une base réelle : l'amélioration importante des perspectives de productivité et de production. La croissance potentielle est passée de 2,25 à 3,5 % l'an. Le ralentissement actuel serait alors une « pause cyclique », brève et facilement curable par la baisse des taux d'intérêt et la baisse des impôts. L'expérience récente montre qu'une croissance vigoureuse est possible dans la zone euro sans de trop*

\* 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, Mathieu Chatelain, Thierry Latreille, Catherine Mathieu, Christine Riffart et Paola Veroni. Elle a bénéficié de la participation de Philippe Sigogne. L'indicateur avancé a été réalisé par Françoise Charpin, Hervé Péléraux et Philippe Sigogne. L'encadré UMTS a été écrit par Gaël Dupont. La prévision intègre les informations disponibles au 21 mars.

*fortes tensions inflationnistes. Dans notre prévision, la dynamique interne de la zone serait suffisante pour que la croissance se maintienne malgré le ralentissement américain. Selon une variante réalisée à l'aide du modèle MIMOSA, l'effet des chocs extérieurs sur la zone euro en 2001 (ralentissement américain, retour de l'euro à la parité, baisse du yen, baisse du prix du baril), induirait une baisse du PIB de 0,7 à 1 point de PIB (selon que la BCE baisse fortement ou modérément son taux d'intérêt). La croissance de la zone s'infléchirait à 2,6 % en 2001, puis rebondirait à 2,9 % en 2002. Ce scénario serait encore consolidé par un policy mix plus satisfaisant et concerté, la BCE acceptant de soutenir la croissance et les gouvernements ne mettant pas en place des politiques budgétaires restrictives.*

*L'autre scénario envisageable est celui d'une période prolongée de marasme aux États-Unis en raison d'une forte hausse du taux d'épargne des ménages et d'une baisse de l'investissement. Il implique une forte baisse du dollar, quand les marchés auront cessé d'escompter de forts profits aux États-Unis. Cette baisse propagerait la récession américaine à l'échelle mondiale. La poursuite des désordres financiers priverait de financement les pays émergents. La dynamique de croissance européenne serait brisée par une demande extérieure plus faible que prévue, un environnement financier plus défavorable, un ralentissement plus net de l'investissement, induit par la désillusion vis-à-vis des TIC, déjà sensible par exemple dans le secteur des télécommunications et par l'effet de contagion, sur les anticipations des entrepreneurs, que pourrait avoir une récession aux États-Unis alors que la politique économique en Europe serait hésitante et peu disposée à prendre le relais pour impulser la croissance mondiale.*

## SOMMAIRE

Présentation générale.....	11
Taux de change : la remontée attendue de l'euro... ..	21
Pétrole : vers un nouveau prix d'équilibre ?.....	31
Commerce mondial : une rechute sélective .....	34
États-Unis : ralentissement, récession, rebond?.....	44
Japon : ajustement réel, gouffre financier .....	56
Asie : dans l'attente de la reprise des cycles.....	60
Amérique latine : ralentissement sur fond de croissance encore solide.....	63
Russie et PECO : croissance et inflation .....	66
Royaume-Uni : en observation .....	69
Zone euro : la résistance de l'intérieur.....	76
Allemagne : le dernier wagon de la zone euro.....	90
Italie : pas de crise après la reprise .....	95

**E**n 2000, la croissance mondiale aura été de 4,7 %, soit le plus haut niveau enregistré depuis 1988. L'économie mondiale a bénéficié de la conjonction exceptionnelle de facteurs favorables : les effets de la « nouvelle économie » ; la bulle boursière ; la sortie de crise en Asie, en Amérique latine et en Russie ; le dynamisme persistant de la Chine et de plusieurs pays d'Europe en transition ; enfin, un nouvel essor européen. Par contre, la hausse du prix de l'énergie aura pesé sur la croissance, soit directement en ponctionnant le revenu des ménages, soit indirectement en incitant les Banques centrales à augmenter leurs taux d'intérêt. Le bas niveau de l'euro aura eu un effet positif, en redistribuant la demande des États-Unis vers l'Europe. Après un premier semestre exubérant, la croissance mondiale a commencé à montrer des signes de faiblesse au second semestre, en particulier aux États-Unis, au Japon et en Allemagne.

L'année 2001 devrait voir un net ralentissement puisque la croissance mondiale ne serait que de 3,1 % ; elle remonterait à 3,7 % en 2002 (tableau 1). Le scénario retenu est celui d'un passage à vide de la croissance aux États-Unis, entraîné par la chute des cours boursiers et l'épuisement de l'impulsion donnée par les nouvelles technologies, soit la fin de la bulle de la « nouvelle économie ». S'y ajouteraient l'engluement du Japon et un certain ralentissement de la croissance en Asie. La zone euro verrait le maintien d'une croissance relativement vigoureuse, malgré un ralentissement en cours d'année 2001 induit par la faiblesse des demandes d'Amérique du Nord et d'Asie. L'écart se creuserait entre une conjoncture favorable en France et plus déprimée en Allemagne et en Italie. Le prix de l'énergie resterait à un niveau relativement élevé ; la remontée de l'euro serait limitée.

La plus grande incertitude à l'heure actuelle provient de l'économie américaine. Deux discours se font entendre. Selon le premier, l'essor récent de l'économie américaine repose sur une amélioration importante des perspectives de productivité et de production, qui justifie l'essor de l'investissement, l'appréciation de la Bourse et la baisse du taux d'épargne des ménages. Le ralentissement actuel ne sera qu'une « pause cyclique », brève et facilement curable par la baisse des taux d'intérêt et la baisse des impôts. C'est le scénario en V. Selon le second, la « nouvelle économie » a généré une bulle financière et réelle. Les entreprises ont suraccumulé en équipements des technologies de l'information et de la communication (TIC). La hausse de la Bourse reposait sur l'anticipation illusoire de profits fabuleux. Au fur et à mesure de la prise de conscience de la fragilité de la situation par les agents, le taux d'épargne va augmenter puisque la forte consommation des ménages était soutenue par des plus-values boursières fictives et l'investissement va chuter ; le jeu habituel de l'accélérateur/multipli-

cateur fera le reste ; l'affaiblissement de la croissance de la demande anticipée induira une baisse de l'investissement qui fera apparaître de fortes surcapacités de production ; la baisse d'activité creusera le déficit public et rendra difficiles de fortes baisses d'impôts. C'est le scénario en L, d'une période prolongée de marasme. Il implique une forte baisse du dollar, quand les marchés auront cessé d'escompter de forts profits aux États-Unis. Cette baisse contribuerait à propager la récession américaine à l'échelle mondiale.

### 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume		
		2000	2001	2002
Allemagne	5,2	3,1	2,1	2,5
France	4,0	3,2	3,0	3,3
Italie	3,7	2,9	2,5	2,7
Espagne	1,9	4,1	3,0	3,3
Pays-Bas	1,0	3,9	2,9	3,2
Belgique	0,7	3,9	2,7	3,0
Autriche	0,5	3,0	2,4	2,6
Portugal	0,4	2,9	2,5	2,9
Grèce	0,4	4,1	5,0	5,2
Finlande	0,3	5,7	3,4	3,1
Irlande	0,2	10,8	4,3	6,3
<b>Zone euro</b>	<b>18,3</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>
Royaume-Uni	3,5	3,0	2,6	2,8
Suède	0,6	3,6	2,8	3,0
Danemark	0,4	2,8	1,9	2,2
<b>Union européenne</b>	<b>22,7</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>
Suisse	0,6	3,3	2,3	2,0
Norvège	0,3	2,2	1,5	2,0
<b>Europe</b>	<b>23,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>
États-Unis	22,7	5,0	1,3	2,2
Japon	9,1	1,7	0,9	2,2
Canada	2,0	4,7	2,0	2,4
<b>Pays industriels</b>	<b>57,4</b>	<b>3,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>
Chine	9,7	8,0	7,7	8,1
Autres pays d'Asie	13,4	6,0	4,7	5,4
Amérique latine	6,2	4,4	3,6	4,3
Russie	2,2	7,6	4,0	3,5
PECO	2,5	4,7	3,6	3,9
Afrique	4,1	3,4	4,2	4,0
Moyen-Orient <sup>2</sup>	4,5	4,7	4,1	4,0
<b>Monde</b>	<b>100,0</b>	<b>4,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 1991 pour les pays de l'OCDE et de 1995 pour les autres zones.

2. Y compris Turquie.

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

Toutefois, si effectivement les États-Unis ont connu une bulle boursière, qui a éclaté en 2000, celle-ci se greffait sur une base réelle, les gains de productivité induits par les TIC, l'essor de la demande de nouveaux biens de consommation et d'investissement, et le retour du leadership américain en matière d'innovation économique. Le taux de croissance potentielle de l'économie américaine est passé de 2,25 à 3,5 % l'an. Aussi, le scénario le plus probable nous semble-t-il être celui où les anticipations des agents économiques restent favorables, de sorte que les ménages n'augmentent pas massivement leur taux d'épargne, que les entreprises ne révisent pas fortement leurs investissements à la baisse, en particulier en biens d'équipements des TIC, que les étrangers ne désinvestissent pas du marché américain. Le ralentissement économique ne serait alors que de courte durée. En glissement, la croissance serait faible en 2001 (1,1 %), mais reviendrait à 2,5 % en 2002.

L'effondrement du Nikkei, les rumeurs de faillite bancaire et la baisse des perspectives d'exportations vers les États-Unis sont venus décrédibiliser encore le fragile scénario de reprise au Japon. La consommation ne progresse guère ; la hausse du chômage et l'incertitude économique ne devraient guère inciter les japonais à diminuer leur taux d'épargne. En 2001, la FBCF publique conserverait une évolution en dents de scie, soutenant la croissance en début d'année et la faisant rechuter au second semestre. Le niveau atteint par le déficit public oblige maintenant à une politique budgétaire restrictive. Malgré la baisse du yen, les exportations ne joueraient pas un rôle moteur dans l'évolution économique en 2001, compte tenu de la baisse de la demande adressée au Japon. La faiblesse des perspectives de production jointe au mauvais état des bilans des banques et des entreprises japonaises ne permettraient pas un essor de l'investissement productif. En glissement, la croissance japonaise serait de l'ordre de 1 % en 2001. Elle pourrait dépasser 2 % en 2002, si la croissance américaine repartait effectivement.

L'économie britannique a connu en 2000 une croissance satisfaisante essentiellement impulsée par la consommation des ménages. Malgré un taux de chômage très bas (5,2 % en concept BIT), l'inflation ne s'est pas accélérée. Ceci devrait permettre une baisse des taux d'intérêt et de la Livre. La politique budgétaire deviendrait nettement expansionniste, le gouvernement utilisant une partie du surplus fiscal pour augmenter les dépenses publiques. Par contre le Royaume-Uni souffrirait particulièrement de la chute de la Bourse et du ralentissement américain. Aussi, la croissance devrait-elle ralentir légèrement.

La zone euro a connu une croissance vigoureuse en 2000 (3,4 %) impulsée par une demande extérieure soutenue, la baisse de l'euro et le dynamisme de l'investissement induit tant par l'essor de la demande que par la nécessité d'intégrer les TIC. Elle a bénéficié aussi du

dynamisme de certains pays qui sont en phase de rattrapage (Irlande, Espagne) ou qui sont producteurs de TIC (Finlande, Irlande). Malgré la baisse du chômage, la consommation a été relativement en retrait en 2000, en raison de la hausse du prix de l'énergie qui a principalement pesé sur les ménages, compte tenu de la modération salariale. En 2001, la zone sera affectée par le ralentissement américain. Aura-t-elle assez de dynamisme interne pour n'être affectée que marginalement par la baisse de ses débouchés extérieurs ou, au contraire, celle-ci viendra mettre un terme brutal à la phase de croissance enclenchée en 1997 ?

Le ralentissement américain joue sur l'Europe par de nombreux canaux. L'effet commercial direct devrait être accentué par la baisse anticipée du dollar. Par contre, il favoriserait une certaine sagesse du prix du pétrole. La remontée de l'euro devrait induire une baisse de l'inflation, donc des taux d'intérêt. La chute de la bourse aurait relativement peu d'impact sur les ménages en Europe continentale où la détention d'actions reste relativement faible et concentrée. Le point difficile à évaluer est l'effet de la chute des valeurs de nouvelles technologies et des télécommunications. Aura-t-on un effet de désillusion où certaines entreprises renonceraient à leurs investissements en TIC à la suite de la mise en difficulté du modèle américain ?

Selon une variante réalisée à l'aide du modèle MIMOSA (encadré 1), les chocs extérieurs qui affecteraient la zone euro induiraient une baisse de son PIB de 0,7 à 1 point en 2001. Au total, la zone connaîtrait un ralentissement notable en 2001, où la croissance ne serait que de 2,6 %, avant de rebondir à 2,9 % en 2002. Cette vision relativement optimiste suppose que le ralentissement américain ne soit pas trop durable, que l'euro ne remonte pas trop rapidement, que la chute des Bourses soient rapidement inversée et enfin que le développement des TIC continue à soutenir la FBCF. Elle serait consolidée si un *policy mix* satisfaisant et concerté se mettait en place en Europe, la Banque centrale européenne (BCE) acceptant de soutenir la croissance et les gouvernements ne mettant pas en place des politiques budgétaires restrictives procycliques inutiles, compte tenu de la situation des finances publiques. L'expérience récente a montré qu'une croissance vigoureuse était possible en Europe, sans de trop fortes tensions inflationnistes, moyennant un niveau satisfaisant de l'euro, de bas taux d'intérêt et une politique budgétaire neutre. Jusqu'au début 2001, le chômage a baissé en Europe sans tensions salariales et les tensions sur le marché des biens se sont traduites, sans tensions financières, par une hausse de la FBCF, qui créait les conditions du maintien de la croissance.

## 1. L'impact des chocs extérieurs sur la zone euro

Selon notre prévision, la zone euro sera frappée entre 2000 et 2001 par quatre chocs, dont nous avons évalué l'effet mécanique en utilisant des variantes du modèle multinational MIMOSA (tableau) :

— la baisse du prix du baril de Brent de 30 à 24 dollars a un impact désinflationniste et expansionniste, d'autant plus qu'elle s'accompagne d'une baisse du taux d'intérêt de la BCE ;

— la hausse prévue de l'euro, de 0,9 à 1 dollar, a aussi un impact désinflationniste, mais s'accompagne d'un effet dépressif, malgré la baisse induite du taux d'intérêt ;

— la baisse de 20 % du yen, d'un dollar pour 107 yen à un dollar pour 130 yen réduit l'inflation et l'activité en Europe ;

— Enfin, une baisse ex ante de 1 point de PIB de la demande interne aux États-Unis, soit une baisse ex post de 2,4 points du PIB provoque une baisse de PIB de 0,6 % en Europe.

Au total, l'ensemble de ces chocs provoquerait une baisse de 0,65 % du PIB dans la zone euro accompagnée d'une baisse de 1,2 point de l'inflation. Ceci induirait une baisse de 1,8 point du taux d'intérêt de la BCE, si celle réagit en suivant une règle de Taylor, puisque les chocs se traduisent à la fois par une baisse de l'inflation et de la production. Par contre, si la BCE ne réagit pas aussi nettement, la baisse du PIB pourrait atteindre 1 %.

Impact à 1 an de 4 chocs frappant la zone euro

	Baisse du prix du baril de 30 \$ à 24 \$	Hausse de 10 % de l'euro	Baisse de 20 % du yen	Baisse de la demande interne aux États-Unis de 1 point de PIB	Total	Avec baisse modérée du taux de la BCE
<b>PIB, en %</b>						
États-Unis	0,45	0,15	- 0,2	- 2,4	- 2,0	- 2,10
Japon	0,45	0,15	1,2	- 0,5	1,3	1,20
Zone euro	0,45	- 0,3	- 0,2	- 0,6	- 0,65	- 1,05
<b>Prix, en %</b>						
États-Unis	- 0,45	0,2	- 0,4	- 0,4	- 0,95	- 0,95
Japon	- 0,4	0,1	0,5	- 0,1	0,1	0,10
Zone euro	- 0,5	- 0,4	- 0,15	- 0,1	- 1,2	- 1,35
<b>Balance courante, en point de PIB</b>						
États-Unis	0,3	0,1	- 0,2	0,6	0,8	0,7
Japon	0,35	0,1	0,4	- 0,3	0,55	0,5
Zone euro	0,5	- 0,1	- 0,2	- 0,2	0,0	- 0,1
<b>Taux d'intérêt, en points</b>						
États-Unis	- 0,4	0,4	- 0,6	- 0,9	- 1,5	- 1,50
Japon	- 0,35	0,3	0,5	- 0,3	0,15	0,15
Zone euro	- 0,5	- 0,7	- 0,3	- 0,3	- 1,8	- 0,90

Source : Modèle MIMOSA.



Le risque de ce scénario réside en une demande adressée plus faible que prévue, en particulier si le ralentissement américain est plus profond qu'anticipé et si les désordres financiers privent de financements les pays émergents. Il est aussi en un ralentissement plus net de la FBCF, induit par une certaine désillusion vis-à-vis des TIC, déjà sensible par exemple dans le secteur des télécommunications. Il est enfin dans l'effet de contagion sur les anticipations des entrepreneurs que pourrait avoir une récession aux États-Unis alors que la politique économique en Europe serait hésitante et peu disposée à prendre le relais pour impulser la croissance mondiale.

Depuis quelques années, s'était établie une hiérarchie relativement stable des performances de croissance en Europe, avec un groupe de pays à croissance élevée : l'Irlande, la Finlande, l'Espagne, les Pays-Bas, la Grèce et un groupe de pays en difficulté : l'Italie, l'Allemagne et le Danemark. A l'horizon de la fin 2002, cette hiérarchie se resserrerait dans la mesure où l'Irlande et la Finlande devraient être plus sensibles au ralentissement américain et à l'inflexion du dynamisme des TIC. Les Pays-Bas ralentiraient nettement compte tenu de leur proximité au plein emploi et de leur sensibilité aux chocs extérieurs. Après quatre années de forte croissance, l'économie espagnole montre des signes de ralentissement. Par contre, les enquêtes signalent un dynamisme particulier en France et en Belgique alors que l'Allemagne, malgré une réforme fiscale expansionniste, continuerait à fermer la marche de la croissance en Europe.

En raison de l'évolution du prix de l'énergie et de la reprise de l'activité, l'année 2000 a vu un certain rebond de l'inflation. Dans la zone euro, l'inflation s'établissait à 2,6 % en glissement annuel en février 2001. Seules la France (1,4 %) et l'Autriche (1,8 %) étaient en dessous de 2 %. Cinq pays dépassaient 3 % : Grèce (3,5 %), Irlande (3,9 %), Espagne (4,0 %), Pays-Bas (4,9 %, en raison de hausses d'impôts indirects) et Portugal (4,9 %). Toutefois, il n'y a guère eu de poussée des salaires réels (tableau 2). Les salariés ont subi la hausse des prix de l'énergie et semblent peu, jusqu'à présent, bénéficier de la baisse des taux de chômage. La hausse des prix du pétrole s'est traduite par un prélèvement sur les ménages qui fait que dans la plupart des pays la consommation a augmenté nettement moins vite que le PIB. Toutefois, cela n'a pas été le cas dans les pays anglo-saxons où la consommation des ménages a été soutenue par des effets richesse. Ces effets s'inverseraient en 2001. En sens inverse, à l'exception du Royaume-Uni et de l'Allemagne, l'investissement a très fortement soutenu la croissance (tableau 3).

Durant les trois premiers trimestres de l'année 2000, les échanges de marchandises ont crû au rythme de l'ordre de 14 % l'an. Un net ralentissement est en cours, induit par la baisse des importations américaines et asiatiques. Au premier semestre de 2001, le rythme de

croissance fléchirait à 4 % l'an, s'accélérait en 2002 pour retrouver un rythme de 8 % l'an. Un point notable de l'évolution récente est la très forte croissance des échanges extérieurs par rapport au PIB dans la plupart des pays, ce qui renvoie globalement à une nouvelle poussée de la division internationale du travail plutôt qu'à des phénomènes conjoncturels de tensions ou de compétitivité.

La croissance des pays émergents a été vigoureuse en 2000, l'Argentine étant pratiquement la seule exception notable. La croissance faiblirait quelque peu en Europe de l'Est. Après avoir dépassé 7 % en 2000, le PIB augmenterait de 4 % en Russie ; l'inflation ne ralentit plus et la compétitivité se dégrade ; par contre, les finances publiques sont restaurées. La Pologne et la Hongrie ont connu des croissances de plus de 4 % l'an en 2000, mais celles-ci ralentiraient en 2001, tandis que les Républiques slovaque et tchèque retrouveraient une croissance légèrement plus soutenue. En Amérique latine, la croissance, passée de 1,1 % en 1999 à 4,4 % en 2000, s'infléchirait légèrement en 2001. Le Mexique, le Brésil et le Chili restent les pays les plus dynamiques tandis que l'Argentine continue de s'enliser dans une grave crise économique et financière. En Asie (hors Japon) la

## 2. Évolution récente des prix et des salaires

En %, glissement sur 1 an en février 2001

	Prix	Salaires réels horaires *
États-Unis	3,5	0,6
Japon	0,1	0,4
Royaume-Uni	1,8	2,6
Zone euro	2,4	- 0,6
Allemagne	2,6	- 0,2
France	1,4	0,4
Italie	3,0	- 1,3

\* Sauf France : salaire réel mensuel.  
Source : OCDE.

## 3. Croissance en 2000

En %, glissement annuel

	États-Unis	Japon	Royaume-Uni	Zone euro	Allemagne	France	Italie
PIB	3,4	2,8	2,4	3,0	2,7	2,8	2,7
Conso. privée	4,4	- 0,6	3,3	2,1	1,3	1,8	2,5
Conso. publique	1,3	3,7	2,6	1,6	1,6	1,5	1,3
FBCF	7,5	3,9	2,0	3,9	2,3	7,7	4,0
ΔStocks	- 0,1	0,2	- 0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Exportations	7,1	9,5	6,7	11,6	14,5	13,9	11,2
Importations	11,3	10,4	7,0	10,7	13,5	15,1	5,6

Source : Comptes nationaux.

croissance a été de l'ordre de 7 % en 2000 ; un net ralentissement surviendrait en 2001, en particulier en Corée, sous l'effet de la fin de la période de rétablissement, des difficultés japonaises et américaines et de la fin de l'essor de la demande pour les composantes électroniques. Pour ces deux zones, le risque essentiel est l'extension de la crise financière larvée où les marchés financiers mondiaux, échaudés par leur déconvenue sur le Nasdaq, apeurés par les exemples turcs ou argentins, refuseraient d'investir dans les marchés émergents pour *retourner vers la qualité*. Ceci désorganiserait leurs marchés financiers, provoquerait de nouvelles crises de change et priverait ces pays de financement extérieur.

Les prix du pétrole restent élevés et fluctuants, de l'ordre de 26 dollars le baril pour le Brent au premier trimestre 2001, après 30 au quatrième trimestre 2000, mais 25 en décembre. L'année 2001 devrait voir un certain ralentissement de la croissance de la demande, mais les baisses récentes de quotas de production montrent que l'OPEP est capable de contrôler le marché et de maintenir le prix dans la fourchette qu'elle a fixée à 22-28 dollars le baril. Toutefois, le ralentissement de la demande rendrait cette tâche de plus en plus ardue. Aussi, notre prévision incorpore-t-elle un léger glissement des prix jusqu'à 22 dollars à la fin 2002.

A la fin mars, les marchés des changes restaient persuadés que les perspectives de croissance et de rentabilité sont meilleures aux États-Unis qu'en Europe, que le ralentissement américain ne sera que de courte durée, tandis que des facteurs structurels empêchent une croissance durable dans la zone euro. Ce point de vue est conforté par le discours de la BCE et par la situation allemande. L'euro s'était redressé de 0,85 à 0,95 dollar entre octobre 2000 et janvier 2001, quand le marché a pris conscience de l'imminence du ralentissement américain, mais depuis il est revenu aux alentours de 0,9 dollar. Notre prévision comporte un ralentissement aux États-Unis plus prononcé qu'actuellement anticipé par les marchés et une croissance plus forte en Europe. Aussi, l'euro retrouverait-il la parité avec le dollar autour de mi-2001, sans dépasser cependant ce seuil. La médiocrité des perspectives économiques japonaises a induit une baisse du yen jusqu'à 1 dollar pour 120 yen ; cette baisse se poursuivrait jusqu'à 1 dollar pour 130 yen dans les six mois à venir.

Les autorités monétaires américaines ont rapidement réagi à la baisse de l'activité en baissant leur objectif pour les *federal funds* de 6,5 % à 5 %. Cette réactivité devrait contribuer à affermir les anticipations sur la reprise rapide de la croissance américaine. La prévision incorpore de nouvelles baisses jusqu'à 4,5 %. En même temps, le taux long est passé en dessous de 5 %. Reste cet effet pervers qu'en 2000, le taux de 6,5 % était en dessous de la croissance nominale anticipée tandis qu'en mars 2001, le taux de 5 % est au-dessus de celle-ci. Les

autorités japonaises ont assoupli leur politique monétaire, revenant à un taux court pratiquement nul tandis que le taux long n'est que de 1,1 %. Si les taux longs sont à des niveaux relativement bas dans la zone euro, la BCE n'a pas voulu réagir rapidement aux indices de baisse du rythme de croissance de l'activité tant que l'inflation était au-dessus du niveau de référence. Elle a maintenu son taux objectif à 4,75 %, ce qui peut faire craindre une trop grande rigidité de sa part. La prévision incorpore toutefois une légère baisse de son taux à 4,5 % durant le deuxième trimestre 2001.

A la notable exception du Japon, tous les pays de l'OCDE sont maintenant en situation de net excédent budgétaire primaire structurel ; comme les taux d'intérêt sont voisins des taux de croissance, leur dette publique baisse relativement au PIB. Pour la zone euro, le déficit public est passé de 1,2 % du PIB en 1999 à 0,8 % en 2000. Certes, la plupart des pays n'ont guère fait d'efforts pour réduire leur déficit public, se contentant d'enregistrer les rentrées fiscales induites par la croissance mais on voit mal au nom de quel critère le leur reprocher, compte tenu de l'importance de leurs excédents primaires structurels et du fait que l'économie européenne n'était manifestement pas en état de surchauffe. En 2001, la plupart des pays européens anticipaient de baisser leurs impôts compte tenu de la bonne santé retrouvée de leurs finances publiques. Ces programmes étaient généralement compensés par des baisses de dépenses publiques de sorte que l'impact était pratiquement nul en terme d'impulsion budgétaire. Trois pays font exception : la Grande-Bretagne prévoit d'augmenter nettement ses dépenses publiques ; l'Allemagne et les Pays-Bas ont décidé des réformes fiscales qui conduisent à une nette impulsion budgétaire positive. Les politiques budgétaires devraient être pratiquement neutres en 2002 (tableau 4). Une croissance moins forte que prévu en Europe creuserait quelque peu les déficits publics.

#### 4. Impulsions budgétaires \*

	2000	2001	2002	SSP 2001 <sup>1</sup>
<b>États-Unis</b>	<b>- 0,5</b>	<b>- 0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>4,8</b>
<b>Japon</b>	<b>- 0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>- 3,9</b>
<b>UE15</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>3,0</b>
Royaume-Uni	- 0,4	1,2	0,6	2,7
<b>Zone euro</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>3,0</b>
Allemagne	0,3	0,9	0,0	1,7
France	0,2	0,0	0,0	1,8
Italie	0,3	- 0,1	- 0,2	5,5
Espagne	- 0,3	- 0,1	- 0,1	3,5
Pays-Bas	0,6	1,2	0,6	2,5
Belgique	0,4	0,1	0,0	6,7

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

1. Solde structurel primaire.

Sources : OCDE, sources nationales, calculs OFCE.

C'est à cette occasion que serait mise à l'épreuve la qualité du *policy mix* de la zone euro. La stratégie optimale serait que les gouvernements laissent jouer les stabilisateurs automatiques tandis que la BCE soutiendrait l'activité par la baisse des taux d'intérêt. Le risque est que la BCE maintienne des taux d'intérêt trop élevés obligeant les gouvernements à pratiquer de forts déficits publics.

## 2. Synthèses des prévisions de croissance

En 2000, la croissance s'est plus longtemps maintenue aux États-Unis que nous ne l'anticipions dans notre prévision de mars dernier. Elle a été légèrement plus faible qu'anticipé dans la zone euro, particulièrement en France. Pour 2001, les observateurs sont devenus de plus en plus pessimistes en ce qui concerne la croissance américaine. Mais c'est le scénario d'un ralentissement relativement bref qui reste privilégié (tableau E1). La croissance américaine redeviendrait satisfaisante en 2002 (tableau E2). La plupart des observateurs prévoient une nette répercussion sur les économies de la zone euro en 2001. Ils estiment que la croissance redeviendrait plus forte aux États-Unis qu'en Europe dès 2002.

### E1. Les prévisions de croissance pour 2001

	2000		2001					
	OFCE <sup>1</sup>	Réalisé	OFCE <sup>2</sup>	OCDE <sup>3</sup>	EFM <sup>4</sup>	CF <sup>5</sup>	TE <sup>5</sup>	OFCE <sup>5</sup>
États-Unis	4,3	5,0	3,3	3,5	2,6	1,9	1,6	1,3
Japon	2,1	1,7	1,6	2,3	1,4	1,2	1,1	0,9
Royaume-Uni	3,1	3,0	3,1	2,6	3,0	2,5	2,5	2,6
Zone euro	3,6	3,4	3,3	3,1	2,8	2,7	2,5	2,6
Allemagne	3,1	3,1	3,0	2,7	2,4	2,3	2,4	2,1
France	4,3	3,2	3,7	2,9	2,9	2,9	2,6	3,0
Italie	2,8	2,7	3,0	2,7	2,4	2,5	2,2	2,5

1. Mars 2000 ; 2. Octobre 2000 ; 3. Décembre 2000 ; 4. Euroframe, janvier 2001 ; 5. Consensus Forecasts (CF), The Economist (TE), mars 2001.  
Sources : OFCE, OCDE, Consensus Forecasts, The Economist.

### E2. Les prévisions de croissance pour 2002

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

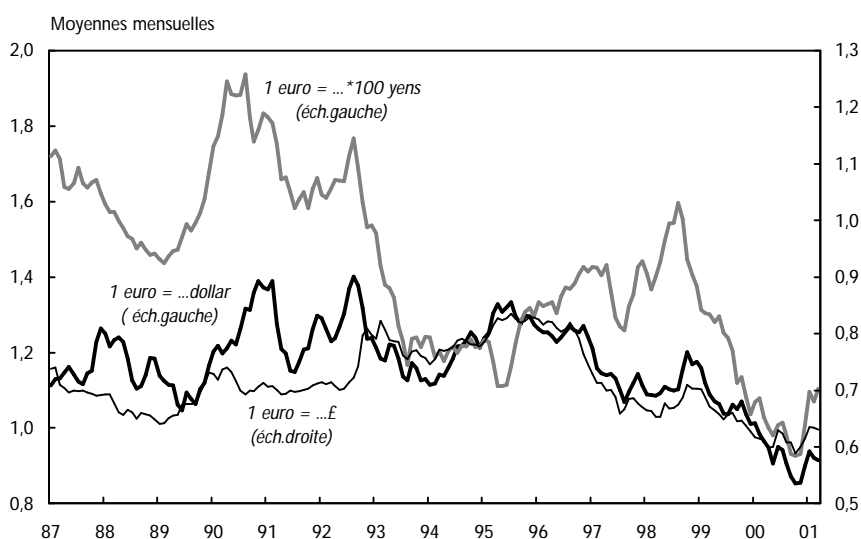
1. Décembre 2000 ; 2. Euroframe, janvier 2001 ; 3. Consensus Forecasts (CF), The Economist (TE), mars 2001.  
Sources : OFCE, OCDE, Consensus Forecasts, The Economist.

## Taux de change : la remontée attendue de l'euro...

L'euro avait chuté jusqu'à 0,85 dollar en octobre/novembre 2000. Il est remonté à 0,955 début janvier, puis a stagné autour de 0,93 avant de rechuter le 17 mars en dessous de 0,9 dollar (graphique 1). Il n'a pas connu de brusque remontée allant bien au-delà de la parité, qui aurait pu suivre un changement d'opinion des marchés sur les perspectives économiques relatives aux États-Unis et dans la zone euro. D'une part, les marchés croient encore à un scénario en V pour l'économie américaine (les politiques économiques, tant monétaire que budgétaire, seraient expansionnistes si nécessaire ; les entreprises américaines ont pris le leadership dans les nouvelles technologies ; celles-ci induisent de forts gains de compétitivité de sorte que la croissance vigoureuse serait vite retrouvée) plutôt qu'à un scénario en L (la croissance serait durablement affectée car elle reposait sur une bulle illusoire). D'autre part, les marchés ne sont pas persuadés que la zone euro soit capable de connaître durablement une croissance vigoureuse sans tensions inflationnistes. Ce pessimisme est nourri par les mauvais indices conjoncturels allemands, par les déclarations de responsables de la Commission européenne et de la BCE selon lesquelles aucune croissance vigoureuse ne serait possible en Europe sans réformes structurelles et par l'hésitation de la BCE à pratiquer une politique monétaire réactive. Il s'appuie aussi sur l'idée que l'Europe, faute d'un dynamisme interne suffisant, a besoin d'un euro faible pour soutenir sa croissance. La nouvelle *doxa* des marchés est qu'une monnaie s'apprécie avec les perspectives économiques et la profitabilité des entreprises, donc en sens inverse de l'évolution des taux d'intérêt. Cette théorie est confortée par la force récente du dollar, en dépit du déficit courant américain. Paradoxalement, les anticipations de *Consensus Forecasts* restent celles d'une lente appréciation (0,98 en juin ; 1,01 en mars 2001 ; 1,14 en mars 2003), soit quand même une hausse de 9,7 % en un an, même si cette anticipation a jusqu'à présent été déçue et si elle n'est pas conforme au différentiel actuel de taux d'intérêt (soit à un an, 4,5 % pour l'euro ; 4,7 % pour le dollar, ce qui est compatible avec une anticipation de hausse de l'euro de 0,2 % dans l'année). Notre prévision fixe la remontée de l'euro à la mi-2001 quand se confirmerait la relative faiblesse de la croissance aux États-Unis, mais celle-ci serait modérée, n'allant pas au-delà de la parité.

Le yen s'est nettement déprécié à la fin de l'année 2000 passant de 1 dollar pour 107 yen à 1 dollar pour 120 yen. Ce taux correspond mieux à la médiocrité de la situation économique du Japon et à la perspective de taux d'intérêt durablement très bas. La dépréciation récente a été favorisée par les déclarations des responsables économiques japonais, selon lesquelles ils ne s'opposeraient pas à une baisse du yen. Celle-ci semble la seule façon disponible pour relancer l'économie, puisque les taux d'intérêt sont à un plancher et que l'arme budgétaire se heurte à la dégradation de la dette publique. Notre projection incorpore une baisse du yen jusqu'à 1 dollar pour 130 yen dans les six mois à venir. En sens inverse, une telle dépréciation se ferait au détriment des États-Unis et des pays d'Asie dont la situation est elle-même peu assurée. Elle suppose des sorties de capitaux importantes, donc un certain redressement des perspectives économiques américaines.

### 1. Taux de change



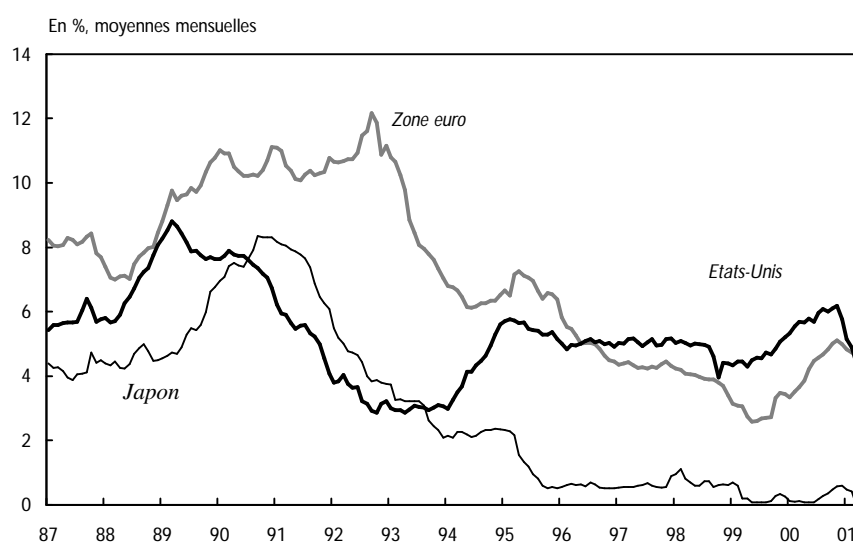
Source : Financial Times.

La livre s'est légèrement dépréciée par rapport à l'euro, se situant à près de 1 livre pour 1,60 euro en début d'année. Cette parité correspond encore à une certaine surévaluation par rapport à la moyenne de 1999 (1,52) et à une forte surévaluation par rapport au taux de 1,3 considéré naguère comme satisfaisant du point de vue de la compétitivité industrielle. Notre prévision anticipe un retour vers 1,50 à l'horizon de 6 mois, lors de la remontée de l'euro vis-à-vis du dollar.

## Taux d'intérêt : une question de réactivité ?

En mai 2000, la Fed avait remonté son objectif de taux jusqu'à 6,5 % (graphique 2). Compte tenu d'anticipations d'inflation de l'ordre de 3 % et de croissance de l'ordre de 3,5 %, ce taux ne pouvait être considéré comme fortement restrictif. Face au ralentissement économique, la Fed a baissé son taux d'abord à 6 % le 3 janvier, puis à 5,5 % le 31 janvier. Cette rapidité témoigne à la fois de la dégradation des perspectives de production et de la forte réactivité de la Fed. Conformément aux attentes des marchés, une nouvelle baisse à 5 % est intervenue le 20 mars. Comme les prévisions de croissance pour le PIB nominal en 2002 sont maintenant de l'ordre de 4,2 %, le taux d'intérêt réel reste élevé relativement au taux de croissance. La baisse du taux d'intérêt nominal est freinée par la persistance d'une inflation relativement forte (3,5 % en glissement en février). La Fed veut éviter qu'une baisse trop rapide des taux ne fasse rebondir trop vite la bulle boursière. En même temps, elle doit éviter que l'effondrement des valeurs de la « nouvelle économie » n'enclenche un trop fort ralentissement de l'économie. Elle doit donc pratiquer une stratégie délicate. Dans notre prévision, la croissance américaine est médiocre tout au long du premier semestre 2001, tandis que l'inflation ralentit. Au troisième trimestre 2001, le taux d'inflation courant serait de l'ordre de 2 % pour un taux de croissance de 1,4 % (en glissement annuel) et un écart de production nul. Aussi, le taux de la Fed serait abaissé à 4,5 % à la mi-2001, niveau qui serait maintenu jusqu'à la mi-2002.

### 2. Taux d'intérêt de court terme



Source : OCDE.



Le taux des obligations publiques à 10 ans a baissé de 6,5 % au premier trimestre 2000 à 5 % en mars 2001 (graphique 3a). Mais le taux sur les obligations privées reste à 7 %. Le taux swap à 10 ans, taux sur des titres privés longs sans risques, est à 5,9 % (graphique 3b). Les écarts relativement importants correspondent à la fois à des craintes de pénurie de titres longs publics et à une anticipation de forte demande de crédits longs privés. Au total, les taux longs sont très proches du taux anticipé de croissance à moyen terme aux États-Unis, de l'ordre de 6 %. A court terme, les taux longs subiraient deux influences contradictoires : d'une part, le ralentissement américain serait selon nous plus prononcé qu'actuellement anticipé par les marchés ; d'autre part, la politique budgétaire deviendrait plus expansionniste et les perspectives d'extinction de la dette publique reculeraient. Aussi, incorporons-nous une légère remontée des taux longs en 2002.

En août 2000, la Banque centrale du Japon s'était légèrement écartée de sa politique de taux nul en faisant passer à 0,25 % le taux de l'argent au jour le jour. Elle l'a fait revenir à 0,15 % en février 2001, avant de déclarer, le 19 mars, vouloir alimenter fortement le marché monétaire pour abaisser le taux de l'argent à zéro et lutter ainsi contre la déflation. La Banque du Japon entend poursuivre cette politique jusqu'à ce que le taux d'inflation redevienne positif. Il s'agit là d'une stratégie originale pour une Banque centrale, qui reconnaît la nécessité d'une certaine inflation pour déprécier les créances et faire baisser le taux d'intérêt réel. Le point délicat est que l'inflation nécessaire pour obtenir un effet sensible est sans doute assez forte et que la politique monétaire peut être impuissante à la générer une fois qu'elle a fait le maximum, c'est-à-dire mis les taux d'intérêt nominaux à zéro. La stratégie hétérodoxe consisterait à ce que l'État reprenne directement en charge un certain nombre de créances douteuses que détiennent actuellement les banques, de façon à leur redonner la capacité de prêter. Le risque de cette stratégie est de faire gonfler encore la dette publique. La politique monétaire est aussi expansionniste que possible, ce qui témoigne de la faiblesse des anticipations de croissance. La médiocrité des perspectives économiques amène à prévoir le maintien de ces bas taux d'intérêt. Le taux long public a encore baissé à 1,2 % et n'incorpore aucun signe de reprise ; le taux sur les obligations privées est à 1,35 % : aucun différentiel ne s'est creusé.

Le 6 octobre 2000, la BCE a fait monter à 4,75 % son taux et l'a maintenu depuis à ce niveau. La règle de Taylor pour une inflation de 2,4 % et un écart de production nul (selon l'évaluation de l'OCDE) donnerait 4,6 %. Le taux à 2 ans est déjà à 4,2 %, ce qui indique certaines anticipations de baisse. Le taux long sur les titres publics a déjà baissé à 4,7 % (contre 5,5 % pour le taux privé et 5,3 % pour le taux swap). Jusqu'à fin mars, le fait que l'inflation était nettement

au-dessus de 2 % semblait empêcher toute baisse du taux directeur. La BCE ne semblait guère sensible aux discours mettant l'accent sur la faiblesse de l'inflation sous-jacente (1,7 % en février 2001), de la hausse des prix du PIB (1 % en glissement annuel fin 2000). Elle refusait de se lancer dans une politique plus réactive, consistant à soutenir l'activité sur la base du fléchissement des indicateurs avancés de l'activité dans la zone. La BCE est prise en tenaille entre son souci de crédibiliser son autonomie et son objectif de taux d'inflation et la nouvelle mode des marchés financiers de lier croissance et taux de change élevé. Le risque est qu'en suivant les marchés, elle perde toute crédibilité ; qu'en ne les suivant pas, elle induise une baisse de l'euro, source autonome d'inflation. Dans notre prévision, la BCE pratique une légère baisse du taux directeur à 4,5 % durant le deuxième trimestre 2000. Par la suite, la reprise de l'activité dans une situation d'inflation voisine de 2 % induirait une stabilité du taux directeur.

Le taux d'intérêt britannique a été abaissé de 6 à 5,75 % le 8 février 2001. C'est un niveau élevé car une règle de Taylor donnerait 4,75 % pour une inflation anticipée de 2,2 % et un écart de production de 0,9 %. Là aussi une certaine baisse est anticipée : le taux à 2 ans est déjà à 5 %. Notre prévision retient un taux de 5 % à partir de la mi-2001. Celui à 10 ans est à 4,7 %, mais l'écart s'est creusé avec les obligations privées à 6,2 % (5,5 % pour le taux swap), compte tenu ici aussi des bonnes perspectives des finances publiques et des besoins importants de titres publics des fonds de pensions britanniques.

Au total, la comparaison entre les taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB nominal anticipé pour 2001 montre que l'écart s'est accentué dans la période récente : les taux n'ont pas encore baissé autant que les perspectives de PIB (tableau 5). Par rapport à la situation d'il y a un an, l'écart pour le taux court est passé de - 0,9 point à 0,55 point aux États-Unis ; de - 1,4 point à 0,35 point pour la zone euro. Les politiques monétaires ont sans doute été trop laxistes naguère en période d'expansion et ne sont pas assez réactives actuellement. L'autre point notable est l'importance de l'écart qui s'est creusé dans les pays anglo-saxons entre les taux longs publics et privés (2 points aux États-Unis ; 1,5 point au Royaume-Uni contre 0,8 point dans la zone euro et 0,2 point au Japon).

##### 5. Écart taux d'intérêt /taux de croissance du PIB (21 mars 2001)

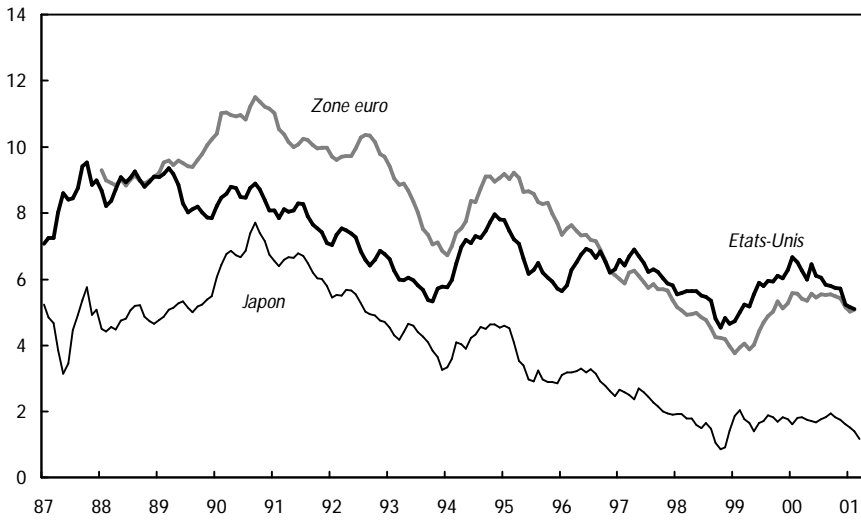
En points

	Taux au jour le jour	Taux crédits bancaires	Oblig. publiques 10 ans	Obligations privées
Dollar	0,55	4,3	0,6	2,7
Yen	- 0,60	0,8	0,4	0,6
Euro	0,35	1,2	0,3	1,1
Livre	1,05	2,0	0,0	1,4

Source : OCDE.

### 3a. Taux d'intérêt de long terme

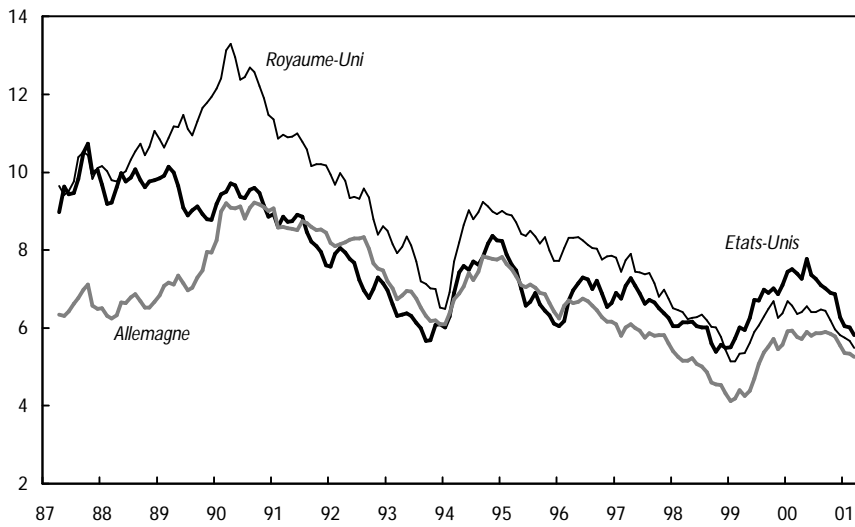
En %, moyennes mensuelles



Source : OCDE.

### 3b. Taux swap à 10 ans

En %, moyennes mensuelles

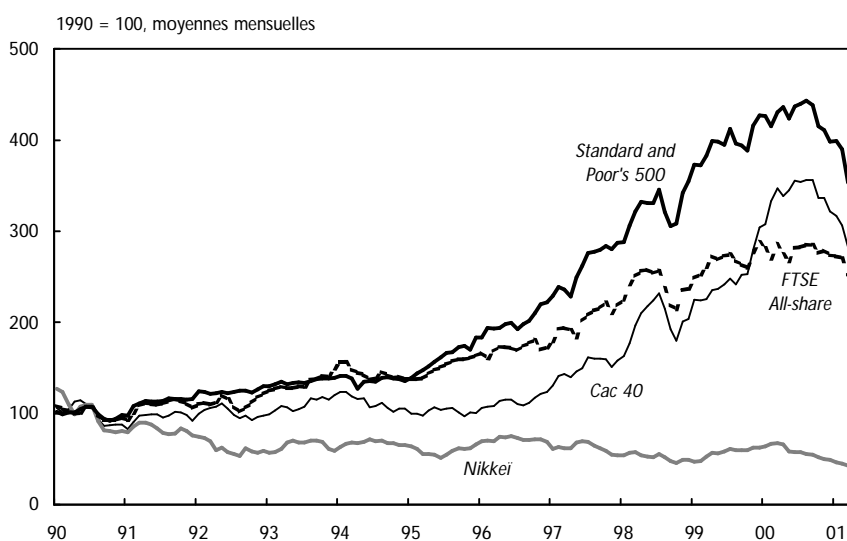


Source : Thomson Financial/Datastream.

## Les cours boursiers : après la bulle...

Frappées par le doute sur les profits futurs des valeurs des secteurs de la nouvelle technologie et des télécommunications, ainsi qu'aux États-Unis par les profits des entreprises plus faibles qu'anticipés, les Bourses ont connu une baisse importante depuis septembre 2000 (graphique 4). A la fin mars 2001, le repli est de 63 % pour le Nasdaq, de 23 % pour le SP500 ; de 13 % pour le FTSE All-share ; de 23 % pour le SBF 250 ; de 20 % pour le Dax. Fin mars 2001, les Bourses sont en dessous du niveau du 1<sup>er</sup> janvier 2000. Elles restent cependant au-dessus du niveau du 1<sup>er</sup> janvier 1999 dans les pays européens et sont à ce niveau aux États-Unis et au Royaume-Uni.

### 4. Indices boursiers



Source : Financial Times.

L'importante hausse des cours de la Bourse a fortement impulsé la consommation et l'optimisme des ménages dans les années récentes aux États-Unis et au Royaume-Uni. La chute actuelle montre qu'elle était en grande partie illusoire (tableau 6). Toutefois, la rentabilité réelle obtenue chaque année par un investisseur qui aurait investi en Bourse en janvier 1995 et conserverait son portefeuille en mars reste forte : 14,7 % pour le SP500 ; 8,3 % pour le FTSE All-share ; 15,7 % pour le SBF250. Les pertes enregistrées depuis début 2000, de l'ordre de 25 % du PIB aux États-Unis et au Royaume-Uni et de 10 % en France et en Allemagne, doivent être mises en perspectives avec les gains antérieurs, de l'ordre de 100 % du PIB aux États-Unis et au Royaume-Uni et de 50 % en France et en Allemagne (tableau 7) : les ménages qui n'avaient pas encore réalisé leurs gains antérieurs peuvent ne ressentir la perte que de façon atténuée.

## 6. Évolution des cours boursiers

Base 100 - Début 1995

	Début 1996	Début 1997	Début 1998	Début 1999	Début 2000	Début 2001	Mars 2001
États-Unis (SP 500)	132	165	207	268	307	287	267
États-Unis (Nasdaq)	135	178	207	311	529	350	235
Japon (Nikkei)	108	95	84	73	101	73	68
RU (FTSE All-share)	121	130	163	181	205	198	180
Euro STOXX Broad	132	160	207	268	306	306	306
Allemagne (Dax)	115	144	208	250	337	320	280
France (SBF250)	99	125	156	200	304	302	267

Source : Thomson Financial/Datastream.

## 7. Plus-values boursières

En pourcentage du PIB

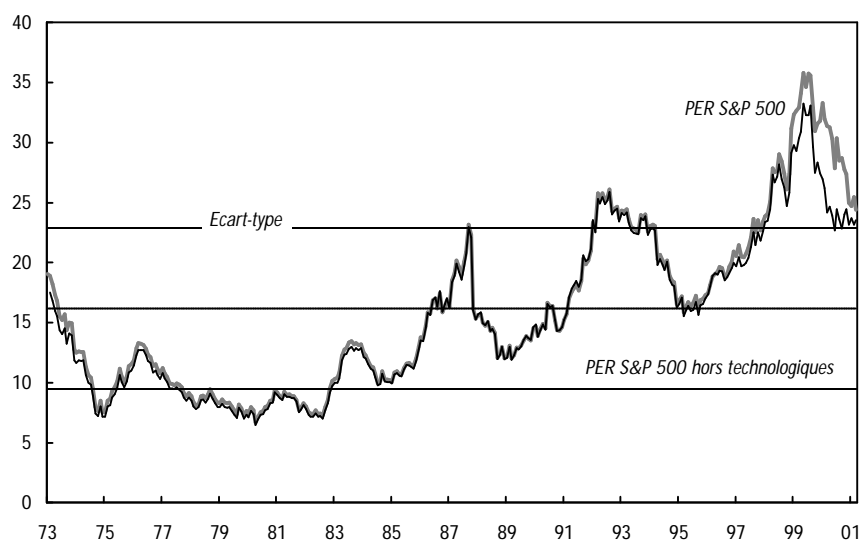
	1 <sup>er</sup> janvier 1995/1 <sup>er</sup> janvier 2000	1 <sup>er</sup> janvier 2000/15 mars 2001
États-Unis	129	- 25
Japon	0	- 23
Allemagne	47	- 11
France	65	- 12
Royaume-Uni	105	- 25

Source : Sources nationales, calculs OFCE.

Du début 1995 à la mi-1999, la hausse des cours boursiers aux États-Unis s'était traduite par une nette hausse du PER passé de 17 à 35 (graphique 5). Au départ, cette hausse pouvait être expliquée soit par une baisse de la prime de risque demandée par les actionnaires, soit par une hausse des profits anticipés des entreprises. Le fait est qu'elle a généré un phénomène de bulle boursière puisque les intervenants ont extrapolé à l'infini la rentabilité exceptionnelle induite par l'ajustement à la hausse des cours. Le point délicat est d'évaluer maintenant le niveau d'équilibre du PER, une fois que les intervenants auront reconsidéré la volatilité des cours boursiers (ce qui implique une hausse de la prime de risque) et réévalué les perspectives de hausse des profits (qui, à long terme, ne peuvent guère être plus fortes que les perspectives de croissance). Le PER pourrait se stabiliser aux alentours de 25, mais ceci impliquerait que les investisseurs se résignent à enregistrer, à l'avenir, une hausse de la Bourse en ligne avec la croissance potentielle américaine, soit de l'ordre de 3,5 % l'an en termes réels. La rentabilité réelle des placements boursiers serait de l'ordre de 4 % l'an contre 2 % pour les obligations publiques et 4 % pour les obligations privées. Les ménages américains devraient reprendre l'habitude d'épargner. Une autre évolution possible est que

les intervenants se détournent du marché boursier, une fois qu'ils auront pris conscience de la faiblesse de sa rentabilité. Il en résulterait une chute des cours boursiers encore plus prononcée, qui pourrait être suivie d'une nouvelle bulle. Le taux d'épargne pourrait alors augmenter plus rapidement et plus fortement, quitte à rebaisser par la suite, induisant ainsi une instabilité de la production. Les marchés financiers peuvent-ils fonctionner sans bulles ? L'instabilité est-elle la conséquence inévitable du développement boursier ?

### 5. Montée et chute du PER de la Bourse américaine



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

8. 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 <sup>1</sup>																		
euro =... \$	0,99	0,93	0,91	0,87	0,93	0,94	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,92	0,97	1,00
\$ =...yen	107	107	108	110	118	125	130	130	125	120	120	120	125	120	120	108	126	121
£ =...euro	1,63	1,64	1,63	1,66	1,58	1,56	1,52	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,64	1,54	1,50
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, en % <sup>1</sup>																		
États-Unis	6,0	6,6	6,6	6,6	5,3	5,0	4,75	4,5	4,5	4,5	4,75	4,75	4,5	4,5	4,75	6,5	4,9	4,6
Japon	0,1	0,1	0,3	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
Zone euro	3,5	4,3	4,7	5,0	4,75	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,4	4,6	4,5
Royaume-Uni	6,1	6,2	6,1	6,0	5,8	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0	5,25	5,25	5,0	5,0	5,25	6,1	5,3	5,1
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, en % <sup>1</sup>																		
États-Unis	6,5	6,2	5,9	5,6	5,1	4,9	4,9	4,9	5,0	5,2	5,3	5,4	5,0	5,2	5,3	6,0	5,0	5,2
Japon	1,7	1,7	1,8	1,7	1,4	1,1	1,1	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5	1,8	1,2	1,5
Zone euro	5,6	5,4	5,4	5,3	4,9	4,8	4,8	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,4	4,9	5,0
Royaume-Uni	5,6	5,3	5,3	5,1	4,9	4,9	5,0	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,3	5,0	5,2
Prix du pétrole, Brent, en \$ <sup>1</sup>	26,8	26,6	30,6	29,6	26,2	24,0	23,5	23,0	22,5	22,0	22,0	22,0	22,5	22,0	22,0	28,4	24,2	22,1
Cours des matières premières industrielles <sup>2</sup>	5,1	-2,3	0,5	-1,6	0,5	1,0	1,0	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	2,0	3,0	3,0	7,5	0,7	9,1

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 HWWA (Hambourg). Prévisions OFCE.

## Pétrole : vers un nouveau prix d'équilibre ?

Après avoir dépassé 30 dollars au cours de l'été 2000, le prix du baril de Brent est descendu en décembre pour osciller depuis autour de 25 dollars. La baisse attendue au quatrième trimestre a bien eu lieu. Mais les prix sont restés très volatils et des écarts anormalement élevés sont apparus entre les différents marchés, témoignant d'une situation encore complexe.

En 2000, la hausse de la production, OPEP et non OPEP, a fait plus que couvrir les besoins des pays consommateurs de pétrole. Les stocks mondiaux, qui avaient baissé en 1999, ont ainsi pu être reconstitués.

Le restockage s'est effectué durant les trois derniers trimestres. Les tensions ont commencé à se dénouer à la fin de l'année. La production de l'OPEP était à son maximum, malgré l'interruption des exportations irakiennes à la mi-décembre. Surtout, la demande, traditionnellement élevée à cette saison, est restée très faible : elle n'aurait augmenté que de 0,9 mbj selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), soit beaucoup moins que les 2,9 mbj prévus à l'automne dernier par l'AIE. Cette modération s'explique en partie par la douceur inhabituelle du climat dans l'hémisphère nord. Mais surtout, le ralentissement économique aux États-Unis et en Asie s'est répercuté très rapidement sur la demande des compagnies de raffinage, en amont de la filière.

Pourtant, la situation semble se dénouer plus lentement dans les pays de l'OCDE. Conformément aux mouvements saisonniers, les stocks des compagnies de raffinage auraient baissé de 0,4 mbj au quatrième trimestre, après deux trimestres de légère hausse. Exprimés en nombre de jours de demande anticipée, ils sont au même niveau qu'à la fin de 1999, soit 52. Néanmoins, les données sur les niveaux de stocks aux États-Unis publiées par l'*American Petroleum Institute* (API) montrent une amélioration depuis le début de l'année qui, si elle était confirmée, signifierait un retour rapide à une situation normale.

Les anticipations sur le marché pétrolier ont changé. Aussi, la détente rapide des prix du brut en décembre et la baisse attendue de la demande au deuxième trimestre 2001 ont-elles conduit l'OPEP (hors Irak) à réduire son offre. Cherchant à maintenir les prix du baril OPEP dans la moitié haute de la fourchette de 22-28 dollars le baril, l'Organisation veut éviter de laisser se développer un excédent de production. Après avoir relevé ses quotas de 3,7 mbj entre mars et novembre 2000, elle a décidé de les réduire de 1,5 mbj le 1<sup>er</sup> février 2001 puis de 1 mbj supplémentaire le 1<sup>er</sup> avril. La production autorisée est passée à 24,2 mbj. Ce resserrement n'a pas eu d'effet sur les prix. Plus réactif aux informations concernant la reconstitution des stocks de précaution aux États Unis, qu'aux éventuelles tensions à venir, le prix du Brent a baissé aux alentours de 23 dollars le baril à la mi-mars.



Le ralentissement de la demande mondiale de pétrole se prolongerait pendant le premier semestre 2001, sous l'effet de la faiblesse des besoins à cette période de l'année, et du creux conjoncturel que traverse l'économie mondiale. A partir du troisième trimestre, ces deux facteurs joueraient en sens inverse. Par ailleurs, la demande sera soutenue par la baisse des prix en 2001. Au total, la demande mondiale augmenterait modérément cette année et en 2002 (tableau 9).

Du côté de l'offre, les pays non OPEP devraient continuer d'augmenter leur production. Concernant les pays de l'OPEP, nous retenons trois hypothèses :

— La stratégie de resserrement de la production suivie depuis janvier se relâcherait avec la reprise de la demande au cours des prochains trimestres. Pour autant, on ne peut s'attendre à un relâchement trop important, l'OPEP conservant un objectif de prix élevé ;

— La baisse des quotas décidée depuis le début de l'année ne sera pas intégralement répercutée sur la production effective. A la différence de 1998 où la chute des prix était suffisamment inquiétante pour mobiliser les pays producteurs et les inciter à respecter les accords, les niveaux de prix actuels risquent de mettre à mal la cohérence des pays producteurs. L'indiscipline l'emporterait et affaiblirait la portée des décisions de 20 à 30 %. De même, le relèvement attendu des quotas au second semestre pourrait être plus que proportionnellement répercuté sur l'offre ;

— Après des négociations difficiles avec l'ONU en décembre, l'Irak exporterait dans les limites de ses possibilités jusqu'à l'été prochain. Elle compenserait donc une partie du retrait de production de ses pays partenaires au moins durant le premier semestre.

Par ailleurs, des contraintes d'offre pourraient apparaître à plus ou moins brève échéance dans l'ensemble des pays producteurs. Elles étaient déjà sensibles à l'automne dans les pays de l'OPEP. L'insuffisance des investissements en exploration et production au cours des dernières années, due à la forte volatilité des prix du brut et aux coûts des restructurations industrielles des grandes compagnies de raffinage, risque de peser sur l'offre et d'attiser des tensions sur les prix.

Dans ces conditions, la combinaison des facteurs favorables à une détente des prix du pétrole (reconstitution des stocks, demande modérée en 2001, indiscipline de l'OPEP) et défavorables (maintien d'un objectif de prix élevé de l'OPEP, tensions sur les capacités de production) pourrait ramener les prix aux environs de 22 dollars le baril au deuxième trimestre de l'année 2002. Ce niveau reste sensiblement supérieur à la moyenne de 18,4 dollars observée entre 1991 et 1997 et permettrait d'assurer les investissements nécessaires à l'approvisionnement du marché à moyen terme.

## 9. Équilibre sur le 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	75,5	73,9	75,9	76,4	77,0	74,8	76,1	78,5	78,2	76,2	77,4	80,0	75,4	76,6	78,0
Production mondiale	75,2	76,2	77,0	78,2	77,6	77,1	77,3	79,3	79,2	78,7	79,0	79,8	76,7	77,8	79,2
Variations de stocks	-0,2	2,4	1,1	1,9	0,6	2,3	1,1	0,8	1,0	2,5	1,6	-0,2	1,3	1,2	1,2
Variations de stocks OCDE	-0,3	0,9	0,4	-0,4	-0,4	1,3	0,1	-0,2	0,0	1,5	0,6	-1,2	0,2	0,2	0,2

Sources : AIE, calculs et prévisions OFCE.

## Commerce mondial : une rechute sélective

En 2000, avec une hausse de près de 14 % en volume, le commerce mondial de marchandises a connu un dynamisme exceptionnel au regard des trente dernières années (encadré 3). Ce dynamisme fut aussi exceptionnel de par sa généralisation à l'ensemble des zones, reflétant la vigueur renforcée de l'activité aux États-Unis et dans l'Union européenne, une forte accélération de la croissance dans l'Asie hors Japon et en Amérique latine, le retour de la croissance dans les pays d'Europe centrale et orientale et de l'ex-URSS. L'augmentation élevée des importations japonaises relativement à la croissance du PIB illustre un autre phénomène sous-jacent à ce cycle des échanges. La vigueur de la croissance mondiale n'est en effet pas l'unique cause de l'intensification des échanges observée lors de ce cycle. Le taux de pénétration s'est ainsi nettement accru, non seulement dans les pays en phase d'accélération conjoncturelle, notamment en Europe et dans une moindre mesure aux États-Unis, mais aussi au Japon, qui reste l'économie la moins ouverte des grands pays industriels. L'extension des échanges reflète ainsi l'internationalisation croissante des processus de production.

Le commerce mondial est resté très dynamique jusqu'au troisième trimestre 2000 (tableau 10). La progression des importations des États-Unis a alors amorcé un repli qui s'est amplifié au quatrième trimestre. Le ralentissement des importations s'est aussi enclenché en fin d'année dans les économies fortement intégrées avec les États-Unis : Canada, Mexique et pays émergents d'Asie. Du fait de leur caractère volatil, les importations japonaises ne font pas ressortir de tendance claire au second semestre. Dans la zone euro, la France et l'Allemagne ont continué de tirer le commerce, tandis que les importations italiennes et espagnoles accusaient un coup d'arrêt au quatrième trimestre. Les importations de l'ensemble de la zone euro n'auraient pas connu d'infléchissement au second semestre 2000, selon la première estimation du quatrième trimestre publiée par Eurostat. Les opinions des industriels européens sur les carnets de commandes étrangères ont cependant commencé à se dégrader à partir de la mi-2000, et, même si elles restaient au début de 2001 à des niveaux supérieurs ou proches de la normale, elles annoncent un ralentissement des exportations des pays de l'Union européenne (UE) au premier semestre.

La poursuite du ralentissement de l'économie américaine au premier semestre 2001 se diffuserait graduellement au reste du monde. Les économies les plus exposées sont celles dont l'intégration commerciale avec les États-Unis est la plus forte : Canada et Mexique. Leurs exportations à destination des États-Unis représentent près de 30 points du PIB dans le cas du Canada et 23 pour le Mexique (tableau 11). Viennent ensuite les pays émergents d'Asie (environ 7 points de PIB pour la Chine et la Corée du Sud, 10 pour les autres pays d'Asie en développement rapide). Ailleurs, l'impact serait moindre, soit du fait de la spécialisation géographique, soit du fait du faible degré d'ouverture. Les exportations vers les États-Unis représentent par exemple près de 20 % des exportations du Brésil mais seulement 1,2 point de son PIB.

### **3. Le commerce mondial de marchandises : un nouvel outil d'analyse**

L'analyse du commerce international est présentée dans cette prévision en termes de flux de marchandises. Ceci constitue une nouveauté par rapport à nos précédents exercices, où le diagnostic conjoncturel portait sur les seuls échanges de produits manufacturés. L'analyse de ces derniers est naturellement particulièrement adaptée à l'étude du commerce des pays industriels en termes de parts de marché et de compétitivité-prix.

Tout en continuant de suivre les échanges industriels, nous avons élargi le champ à l'ensemble des marchandises, afin de mieux prendre en compte les échanges extérieurs des économies en développement. En effet, indépendamment du poids plus important dans le commerce de ces derniers des produits agricoles, de l'énergie et des autres matières premières, l'appareil statistique actuel ne permet pas aisément d'appréhender les évolutions conjoncturelles des seuls échanges manufacturés, dès lors que l'on sort du cercle des plus grands pays industriels. Nous avons donc décidé de retenir le commerce de marchandises comme principal indicateur des flux des échanges à l'échelle mondiale.

Nous avons ainsi construit, dans le cadre du modèle MIMOSA, une matrice d'échanges de marchandises, selon une décomposition du monde en 30 pays/zones : États-Unis, Canada, Mexique, Brésil, Autres pays d'Amérique latine, Japon, Corée du Sud, Asie en développement rapide, Autres pays d'Asie, les 15 pays de l'Union européenne, autres pays d'Europe, Afrique, ex-URSS, PECO, Australie/Nouvelle Zélande. Pour chacun de ces pays/ zones, nous avons constitué une base de données de périodicité trimestrielle, commençant en 1971, distinguant les exportations et les importations, en valeur, volume et prix. Un de nos objectifs prioritaires était d'appréhender les évolutions conjoncturelles les plus récentes, et cela a guidé le choix de nos sources : nationales pour les grands pays industriels, internationales sinon (FMI, OCDE). Cette méthode ne conduit pas spontanément à une matrice équilibrée à l'échelle mondiale, mais les écarts sont au final limités. Les pondérations des demandes adressées ont été effectuées à partir de la base de données Chelem du CEPII, qui fournit une matrice équilibrée des échanges mondiaux de marchandises en valeur et sur une base annuelle.

10. 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				
<b>Monde</b>	100,0	3,6	3,3	3,5	1,9	1,0	1,0	1,6	1,7	1,8	2,0	2,0	2,1	13,9	7,0	7,3	
Pays industrialisés	69,2	2,3	3,3	2,5	1,5	0,7	1,0	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6	1,8	11,6	5,6	6,0	
Union européenne	38,4	2,7	2,3	2,4	2,2	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	11,0	7,5	6,9	
États-Unis	16,9	2,7	4,7	3,8	-0,4	-0,5	0,5	0,9	1,1	1,3	1,3	1,4	1,5	13,9	3,3	4,9	
Japon	5,5	-0,2	4,6	-0,1	6,5	-2,1	-1,5	-0,8	0,8	1,8	1,7	1,9	2,9	10,8	2,2	4,6	
Autres pays industriels <sup>1</sup>	8,4	1,1	4,2	1,7	-1,0	1,2	1,1	1,1	1,1	1,3	1,3	1,5	1,5	9,7	4,0	5,2	
<b>PED</b>	30,8	6,5	3,2	5,8	2,8	1,6	1,1	2,4	2,3	2,3	2,8	2,8	2,8	19,2	10,2	9,9	
Amérique latine <sup>2</sup>	5,7	4,5	-0,1	2,0	2,1	1,5	2,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	12,6	8,1	12,3	
Asie	16,2	7,3	6,0	8,0	3,0	1,0	0,0	2,0	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	24,3	10,3	9,3	
Afrique	2,0	3,8	-5,3	3,9	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	7,2	5,5	6,1	
Moyen-Orient	2,3	5,6	6,3	4,0	4,0	5,0	5,0	5,0	4,0	3,0	2,0	2,0	2,0	13,9	20,2	13,2	
Ex-URSS	1,6	1,5	-3,6	11,1	5,0	3,0	3,0	2,5	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	12,8	16,0	9,2	
PECO	3,0	10,1	-0,2	-0,6	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5	16,2	6,3	9,6	

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

2. Y compris Mexique.

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

### II. Structure géographique des exportations de marchandises (en 1998)

En points de PIB du pays exportateur

Pays exportateurs	États-Unis	Canada	Mexique	Japon	Asie			France	Italie	Royaume- Uni	PECO + ex-URSS
					hors Japon	Union européenne	Union européenne				
<b>Pays importateurs</b>											
ALENA	2,4	29,8	23,9	3,4	7,4	2,4	2,6	1,8	2,1	3,0	1,7
États-Unis	0,0	29,6	22,7	3,0	6,7	2,1	2,2	1,5	1,8	2,6	1,5
Union européenne	1,7	2,1	0,9	1,8	4,9	15,6	14,1	13,1	11,4	11,1	14,6
Reste de l'Europe	0,2	0,3	0,0	0,2	0,6	1,7	2,0	1,2	1,5	1,1	1,3
Asie	1,8	2,1	0,6	3,5	11,0	1,7	1,9	1,5	1,3	1,6	2,1
PECO + ex-URSS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	1,7	2,8	0,8	1,7	0,6	9,8
Reste du monde	1,2	1,0	1,7	1,1	2,5	2,0	1,7	2,2	2,4	2,1	1,4
<b>Total des exportations</b>	<b>7,4</b>	<b>35,4</b>	<b>27,3</b>	<b>10,0</b>	<b>26,9</b>	<b>25,1</b>	<b>25,0</b>	<b>20,6</b>	<b>20,5</b>	<b>19,6</b>	<b>30,9</b>

Sources : CHELEM, calculs OFCE.

Les pays de l'Union européenne seront relativement moins touchés. Leurs exportations vers les États-Unis ne représentent en moyenne qu'environ 8 % de leurs échanges, soit 2 points de PIB, un peu moins pour la seule zone euro, et environ la moitié de leurs échanges sont intra-européens. Certains pays seront davantage affectés, en premier lieu l'Irlande (11 points de PIB), la Finlande, et la Belgique, pays nettement plus ouverts que la moyenne de l'UE, et, dans une moindre mesure, le Royaume-Uni. Cependant, l'impact du ralentissement américain sur les exportations européennes sera atténué du fait de l'importance du poids des échanges intra-européens. La progression des marchés extérieurs serait, sous nos hypothèses de croissance, globalement similaire dans les pays de l'UE, l'Irlande étant toutefois un peu plus touchée. La progression des marchés extérieurs de chaque pays européen ne serait plus que de l'ordre de 7 % à l'horizon de 2002 au lieu de 12 % en 2000 (tableau 12).

Les gagnants de la donne actuelle de la croissance mondiale sont les pays exportateurs de pétrole, qui engrangent les recettes du haut niveau des prix du pétrole (tableau 13). Ainsi, les importations des pays du Moyen-Orient et de la Russie seraient soutenues cette année, contrastant avec le ralentissement général. Les importations de l'Asie en développement et de l'Amérique latine resteraient plus dynamiques que celles des pays industrialisés. La reprise de l'activité aux États-Unis envisagée à l'horizon de la fin 2001 amorcerait celle du commerce ; les importations mondiales progresseraient d'environ 7 % par an en volume à l'horizon 2002.

Face à l'infléchissement de la demande et à l'insertion de nouveaux pays dans le commerce mondial, la concurrence par les prix s'accroîtra. L'évolution des parts de marché depuis vingt ans illustre la difficulté des anciens pays industriels à se maintenir face à l'arrivée de nouveaux pays concurrents. Les exportateurs américains voient leurs parts de marché s'éroder depuis 1997, les parts de marché japonaises chutent depuis 1985, celles de la zone euro sont pratiquement stables, bien que cela masque des disparités parmi les pays membres. La France a enregistré des gains de parts de marché dans la seconde moitié des années 1990, l'Allemagne s'est engagée dans la reconquête de marchés perdus après la réunification et lors des dévaluations au sein du SME. L'Italie n'a pas réussi à conserver l'avantage compétitif procuré par les dévaluations de la première moitié des années 1990 et s'efforce depuis son entrée dans l'euro de limiter ses pertes de parts de marché (graphiques 6). Le Royaume-Uni, pénalisé par la force de la livre, ne parvient pas, malgré les compressions de marges des exportateurs, à stopper l'érosion de ses parts de marché. Les marchés perdus par le Japon et, plus récemment, par les États-Unis, ont été gagnés par les pays émergents d'Asie (notamment la Corée du Sud, et plus récemment, la Chine) et d'Amérique latine, en premier lieu le Mexique.

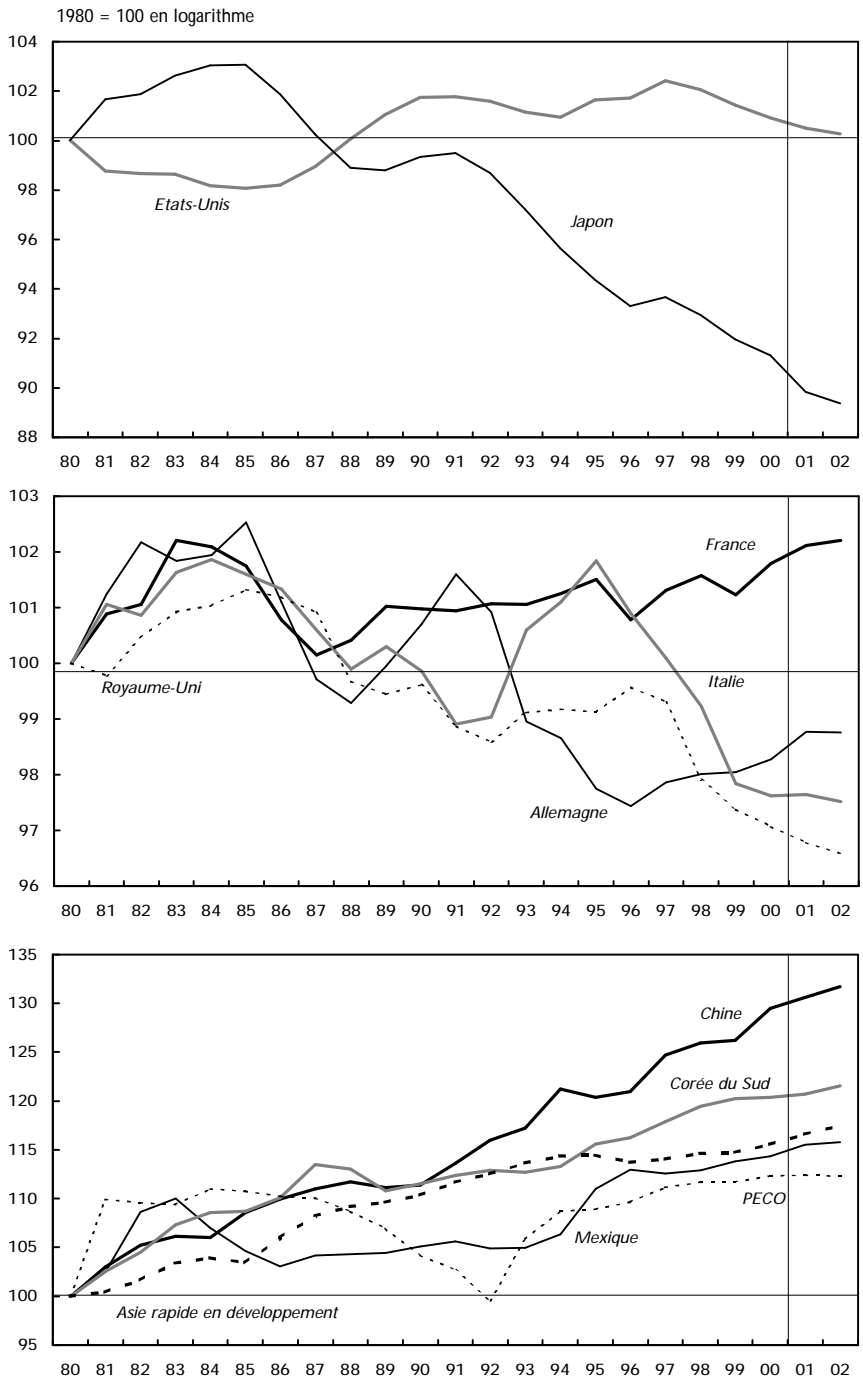
Ces mouvements des parts de marché reflètent en partie des phénomènes de délocalisation des activités vers des pays à bas salaires (pays émergents) ou à forte demande intérieure (vers les États-Unis dans le cas des exportateurs japonais) Les pays d'Europe centrale et orientale gagnent progressivement des marchés. Les pays d'Afrique et du Moyen-Orient restent à l'écart de la bataille.

Les écarts de taux de change réels entre les grands pays industriels, mesurés par l'OCDE sur la base des prix à la consommation, se sont réduits au second semestre 2000 avec la remontée de l'euro et la baisse du yen face au dollar (graphiques 7). Malgré la légère appréciation de l'euro face au dollar anticipée dans notre prévision, les producteurs de la zone euro seraient relativement bien placés pour parvenir à stabiliser leurs parts de marché à l'horizon de la prévision. La poursuite de la baisse du yen ramènerait le taux de change effectif réel du yen vers son niveau de moyenne période. La compétitivité prix des produits britanniques resterait bridée par le maintien d'un taux de change effectif élevé et la tendance à une légère dégradation des parts de marché britannique se poursuivrait.

Les prix de production industriels (y compris énergie) ont cessé d'accélérer au second semestre 2000 dans les pays de la zone euro. L'Italie et l'Espagne restent les pays où l'inflation est la plus élevée (respectivement 6,5 % et 5,5 % sur un an au quatrième trimestre 2000), alors que la hausse n'est que de 2,5 % en France et en Italie. La mise en regard de l'évolution des taux de change réels mesurés selon les prix à la consommation et des écarts de prix de production (graphique 8) suggère une certaine sous-évaluation de l'euro, une surévaluation du yen, tout au moins sur le marché intérieur, et de la livre britannique.



6. Parts de marché

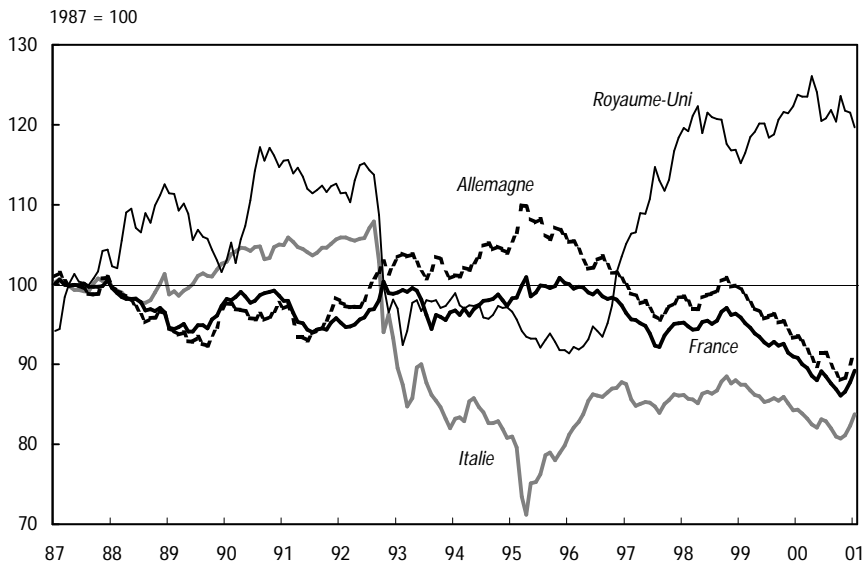


\* Hongkong, Indonésie, Malaisie, Singapour, Taiwan, Thaïlande, Philippines.  
Source : Modèle MIMOSA.

**7a. Taux de change réels des États-Unis et du Japon**



**7b. Taux de change réels de quatre pays de l'Union européenne**



Source : OCDE.

12. 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
France	4,3	3,7	2,5	3,2	1,6	1,3	1,5	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	14,0	8,5	7,4	7,4	14,0	8,5	7,4	7,4
Exportations																								
Demande adressée	2,6	2,1	2,7	1,8	1,3	1,4	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	11,1	7,0	7,0	7,0	11,1	7,0	7,0	7,0
Allemagne	3,6	1,3	2,1	4,5	2,0	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	1,7	1,7	1,8	1,9	13,2	9,4	7,0	7,0	13,2	9,4	7,0	7,0
Exportations																								
Demande adressée	3,3	2,7	2,6	1,7	1,4	1,3	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	1,7	1,8	1,9	1,9	12,1	6,9	7,1	7,1	12,1	6,9	7,1	7,1
Italie	2,2	2,1	5,5	1,4	1,2	1,3	1,2	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0	1,7	1,8	1,9	2,0	11,6	7,5	6,7	6,7	11,6	7,5	6,7	6,7
Exportations																								
Demande adressée	3,7	2,5	2,6	2,2	1,4	1,4	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	12,7	7,5	7,3	7,3	12,7	7,5	7,3	7,3
Royaume-Uni	3,1	3,2	1,1	2,2	1,0	1,1	1,3	1,5	1,5	1,6	1,6	1,8	1,5	1,6	1,6	1,8	10,7	6,0	6,1	6,1	10,7	6,0	6,1	6,1
Exportations																								
Demande adressée	2,8	2,9	3,0	1,9	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	12,3	7,4	7,2	7,2	12,3	7,4	7,2	7,2
États-Unis	1,5	4,4	4,9	-2,2	1,0	1,1	1,4	1,4	1,8	1,9	1,9	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	11,7	4,7	6,8	6,8	11,7	4,7	6,8	6,8
Exportations																								
Demande adressée	4,0	3,2	2,9	1,6	1,1	1,0	1,7	1,9	2,0	2,2	2,2	2,3	2,0	2,2	2,2	2,3	14,5	6,7	8,0	8,0	14,5	6,7	8,0	8,0
Japon	4,9	4,3	-0,3	0,8	-2,0	0,0	1,0	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0	1,3	1,5	1,7	2,0	13,8	0,3	5,3	5,3	13,8	0,3	5,3	5,3
Exportations																								
Demande adressée	5,1	4,1	5,0	1,6	0,7	0,6	1,6	1,7	1,8	2,2	2,2	2,3	1,8	2,2	2,2	2,3	17,3	7,2	7,6	7,6	17,3	7,2	7,6	7,6
Monde	3,6	3,3	3,5	1,9	1,0	1,0	1,6	1,7	1,8	2,0	2,0	2,1	1,8	2,0	2,0	2,1	13,9	7,0	7,3	7,3	13,9	7,0	7,3	7,3

Sources : OCDE, sources nationales, prévisions OFCE.

## 13. Soldes courants

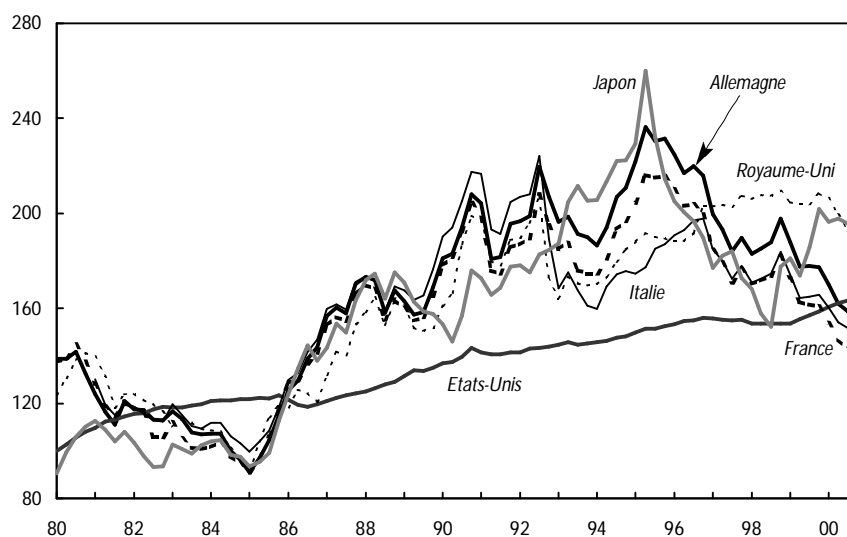
En milliards de dollars

	2000	Variations 1999-2000
États-Unis	- 435	- 104
Japon	117	+ 10
Union européenne	- 45	- 43
Zone euro	- 26	- 20
Autres pays de l'OCDE	13	+ 13
Asie hors OCDE	92	- 9
Amérique latine	- 25	+ 11
Pays d'Europe centrale et orientale	28	+ 12
Afrique/Moyen-Orient	82	+ 92
Total	- 173	- 18

Sources : Sources nationales, OCDE, *Perspectives économiques*.

## 8. Niveaux des prix de production

T1 1980, États-Unis = 100



Sources : OCDE, calculs OFCE.

## États-Unis : l'économie ne manque pas d'« R » : ralentissement, récession, rebond ?

Le ralentissement de l'économie américaine était attendu de longue date. Il a néanmoins surpris par sa rapidité et son ampleur, remettant en cause les perspectives économiques à moyen terme. Le « R word » (pour récession) a fait sa réapparition, rendant taboues les thèses de la « nouvelle économie ». Mais le débat reste ouvert si l'on refuse de jeter si vite aux oubliettes la « nouvelle économie » et l'accroissement des gains de productivité tendanciels lié à l'utilisation des technologies de l'information et de la communication. S'agit-il simplement d'une « pause cyclique » ? Est-ce la première récession de la « nouvelle économie », qui sera d'autant plus profonde qu'elle s'accompagne d'une forte chute boursière et que, l'économie américaine devant renoncer à maintenir un taux de croissance insoutenable, son taux d'investissement doit nettement chuter ?

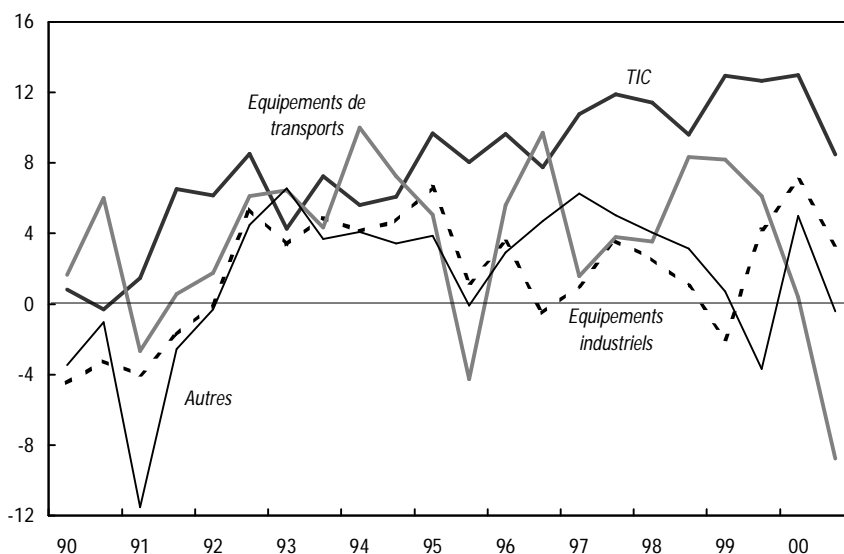
Au second semestre 2000, la croissance s'est significativement infléchi. En moyenne, 2000 reste l'année la plus dynamique du cycle actuel avec 5 % de croissance, mais en glissement, la croissance n'est déjà plus que de 3,5 %. Le ralentissement du troisième trimestre provient surtout du net infléchissement de l'investissement productif et de la baisse de l'investissement résidentiel. Au quatrième trimestre, à ces baisses s'ajoutent le ralentissement de la consommation des ménages, la contraction des exportations et un début de déstockage. La baisse de l'investissement productif au quatrième trimestre vient de la contraction de la composante « équipements de transports » (graphique 9). La composante « TIC » reste soutenue par les investissements en logiciels.

En accélération régulière depuis 1995, la consommation a progressé en 2000 au même taux élevé qu'en 1999. Malgré la chute de la Bourse et de la confiance des ménages, le taux d'épargne a continué sa baisse, alors que le revenu disponible réel a légèrement décéléré entre 1999 et 2000 du fait d'une accélération de l'inflation. Le taux d'épargne a atteint zéro en moyenne sur l'année, soit une baisse de 2,4 points par rapport à 1999, la plus importante du cycle actuel. La forte progression de l'endettement des ménages ne posait pas de problème tant qu'elle s'appuyait sur une valorisation encore plus rapide des actifs financiers. Mais la baisse du ratio dette/actif financier s'est interrompue fin 1999, pour faire place à une forte remontée tout au long de l'année 2000. La richesse financière nette des ménages est ainsi, en 2000, 8 % en deçà de son niveau de 1999. La richesse nette totale n'a baissé « que » de 2 % grâce à la valorisation du patrimoine immobilier. L'insensibilité apparente, jusqu'à présent, des ménages aux moins-values boursières,

d'environ 1 700 milliards de dollars en 2000, peut s'expliquer soit par le fait qu'elles succèdent à d'importantes plus-values non anticipées, qui n'auraient pas encore été pleinement intégrées dans leur comportement de consommation, soit par la persistance d'un sentiment de richesse lié à leur patrimoine immobilier, ce dernier s'étant apprécié d'un peu plus de 900 milliards de dollars. Cet effet peut être d'autant plus important qu'environ 68 % des ménages sont propriétaires de leur logement (soit un plus haut historique) alors que la possession d'actions reste concentrée dans les tranches supérieures de revenu.

### 9. Principales composantes de l'investissement privé en équipements et logiciels aux États-Unis

En %, taux de croissance en rythme semestriel

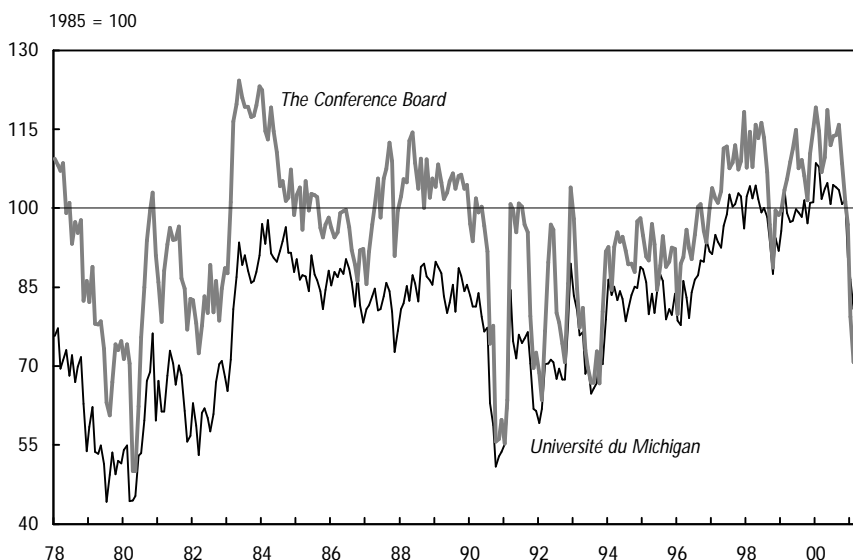


Source : Bureau of Economic Analysis.

L'évolution des indicateurs conjoncturels entre novembre 2000 et février 2001 met en évidence le ralentissement de l'activité. Il montre aussi que le pessimisme apparu dans les commentaires à partir des chiffres de décembre peut être relativisé dans la mesure où il n'y a pas de tendance générale à la dégradation des indicateurs au cours de ces quatre mois. Même les indicateurs de confiance, en chute depuis novembre, se sont très légèrement redressés : en février pour l'indice NAPM et en mars pour les indices de confiance des ménages. L'indice NAPM est inférieur à 50 % depuis sept mois et a atteint en janvier 2001 le niveau extrêmement bas de 41,2 %, similaire à ceux atteints avant le creux de mars 1991. Ce niveau amène à prévoir encore de fortes baisses de la production industrielle. Du côté des ménages, la

baisse de la composante « perspectives » des indices de confiance est significative (graphique 10). Pour l'indice du *Conference Board*, elle est plus importante que celle qui avait eu lieu au moment de la crise russe à l'automne 1998, et est comparable à celle qui avait précédé la récession de 1990-1991. L'indice de l'Université du Michigan (qui entre dans la composition de l'indicateur avancé) reste à un niveau élevé, loin cependant du niveau atteint au moment de la récession de 1990-1991.

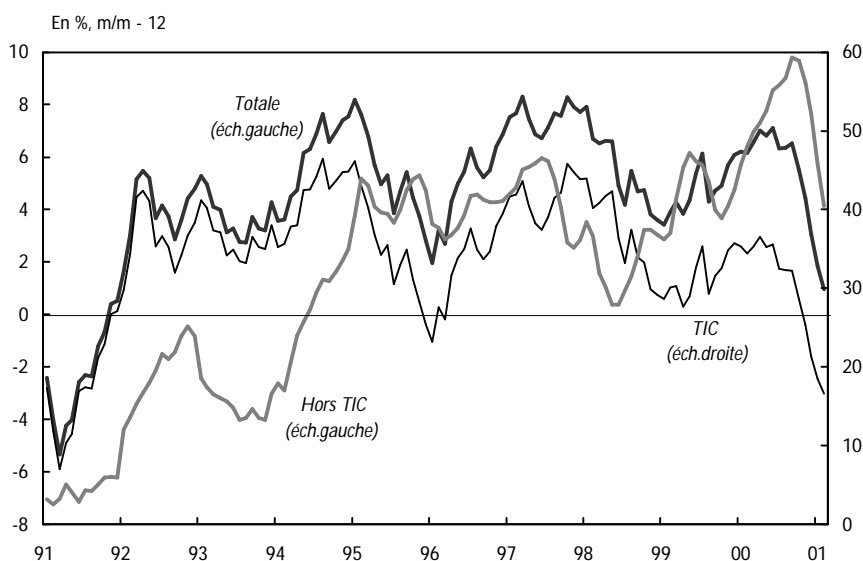
10. Indice de confiance des consommateurs américains, composante « perspectives »



Source : The Conference Board.

La production industrielle est en baisse continue depuis le mois d'octobre 2000. La production des branches productrices de TIC continue de croître à des rythmes soutenus, mais en net infléchissement par rapport à la fin 2000 (graphique 11). Le taux d'utilisation des capacités (TUC) dans l'industrie n'était plus que de 79,4 % en février 2001, soit un niveau comparable à ceux atteints peu avant le creux de mars 1991. Les capacités progressent en effet encore à un rythme proche de 4,5 %, alors que le taux de croissance de la production industrielle n'est plus que de 1,2 % en glissement. Ce décalage est particulièrement net dans les branches « équipements de transports » et « semi-conducteurs ».

## 11. Production manufacturière et TIC aux États-Unis



Autant le ralentissement économique est indéniable, autant son évolution est difficile à prévoir. Deux scénarios sont possibles, selon la réaction des ménages à la chute de la Bourse et l'ajustement de l'investissement à la croissance : un profil de « pause cyclique » se caractérisant par un ralentissement supplémentaire de la croissance, mais celui-ci serait limité dans le temps, sans récession et serait suivi d'un redémarrage modéré de l'activité ; un profil se caractérisant par un ralentissement prolongé de la croissance, avec récession, du fait d'un fort ajustement à la baisse de l'investissement, entraînant dans son sillage emploi et consommation, sans réelle reprise en 2002. Le fort ajustement à la baisse de l'investissement (qui pourrait être de 10 à 15 %) résulterait essentiellement du rééquilibrage nécessaire entre croissance des capacités et croissance de la production. Il proviendrait aussi de l'allongement de la durée de vie du matériel de TIC, induit par la réduction de la concurrence pour être à la pointe de la technologie et par le ralentissement dans le rythme d'apparition des innovations.



Pourtant, le second scénario apparaît difficile à dérouler au début de l'année 2001. Le ralentissement du progrès technique chez les producteurs de TIC reste spéculatif. Si récession il doit y avoir, elle se situerait plutôt durant la seconde moitié de 2001, dans la mesure où les indicateurs composites ne délivrent pas les signaux nécessaires pour annoncer une telle récession dès le premier semestre (encadré 4). D'autre part, l'évolution récente des composantes de la croissance ne suit pas non plus le cheminement cyclique habituel préalable à un retournement et à une récession. Les gains de productivité horaire du travail restent soutenus grâce à un ajustement du volume de travail qui s'est fait jusqu'à présent surtout par la baisse de la durée du travail et par le licenciement du personnel intérimaire. Le taux d'épargne des ménages n'a amorcé aucun mouvement de hausse, alors que la consommation de biens durables a déjà commencé à ralentir et aussi, dans une moindre mesure, celle de biens non durables. Le marché du crédit reste plus accessible aux ménages qu'aux entreprises alors que l'endettement des ménages atteint des sommets. Les entreprises n'ont pas attendu le retournement du taux d'épargne des ménages pour freiner leurs dépenses d'investissement. C'est la baisse des profits, réputée être un bon indicateur avancé, et surtout la chute de la Bourse qui ont signalé l'excès d'investissement et la moindre rentabilité des projets.

Le pari implicite au scénario de « pause cyclique » retenu ici est que les agents économiques continuent à croire au dynamisme économique américain et en la « nouvelle économie », et donc n'ajustent que progressivement et faiblement leurs comportements de consommation et d'investissement à cette période d'une croissance temporairement plus faible. La probabilité de ce scénario est renforcée si l'on considère que l'infléchissement de l'investissement résulte de pressions fortes mais relativement temporaires sur les conditions de financement et les profits. Les conditions d'accès au marché des capitaux se sont sérieusement détériorées, alors que c'était au cours des dernières années un élément essentiel du dynamisme de l'investissement. La chute de la Bourse, substantielle pour le Nasdaq et un peu moins importante pour les autres indices boursiers, la hausse des taux d'intérêt sur les obligations des entreprises les moins bien notées et le resserrement de l'offre de crédit de la part des banques et de capital-risque de la part des investisseurs, ont tous joué dans ce sens restrictif. Face à la hausse du prix de l'énergie et à la pression concurrentielle qui limite la marge de manœuvre des entreprises en termes de hausses de prix (pression accrue par l'appréciation du dollar), les taux de marge ont commencé de se dégrader à partir de la seconde moitié de l'année 2000. Ils s'étaient pourtant bien redressés à la fin de 1999, après avoir accusé le coup des crises asiatique et russe, retrouvant presque le pic de la fin 1997 (graphique 12). Malgré la légère accélération de la rémunération horaire nominale, les coûts unitaires restent maîtrisés grâce aux gains de productivité.

#### 4. De l'interprétation de l'évolution récente des indicateurs composites américains

La classification des indicateurs composites américains se fait en trois groupes : avancé, coïncident et retardé, sur la base du positionnement de leur mouvement par rapport à celui de l'activité. Les indicateurs retardés sont aussi importants que les autres car ils sont une mesure des déséquilibres sous-jacents. Le ratio indicateur coïncident/indicateur retardé sert aussi d'avertissement : si, en phase de croissance, les variables retardées progressent plus vite que l'activité (le ratio baisse), cela signifie que des déséquilibres structurels se forment, susceptibles de provoquer une contraction de l'activité.

Il n'y a pas une règle simple et unique permettant de détecter les points de retournement. La règle la plus souvent citée est que trois baisses consécutives de l'indicateur avancé signalent une récession à l'horizon de 9 mois en moyenne. Compte tenu des faux signaux qu'elle émet (onze récessions annoncées contre six réalisées), le retournement pressenti se matérialisant en un simple infléchissement du rythme de croissance (comme en 1995), cette règle doit être complétée par une analyse de l'ampleur de la baisse (on retient communément une baisse sur six mois d'au moins 3,5 % en rythme annualisé) et de l'indice de diffusion sur six mois\* (qui doit se situer sous la barre des 50 %). C'est la règle des trois D : *Duration, Depth et Diffusion*. Plus l'accès de faiblesse de l'indicateur avancé dure, plus il gagne en profondeur et plus il se généralise, plus la probabilité d'occurrence d'une récession est grande. Cette méthode a détecté neuf signaux de récession au cours des quarante dernières années, soit trois de trop par rapport au nombre effectif de récessions. L'indicateur avancé, en plus de détecter les points de retournement, est donc également sensible aux fluctuations de très court terme.

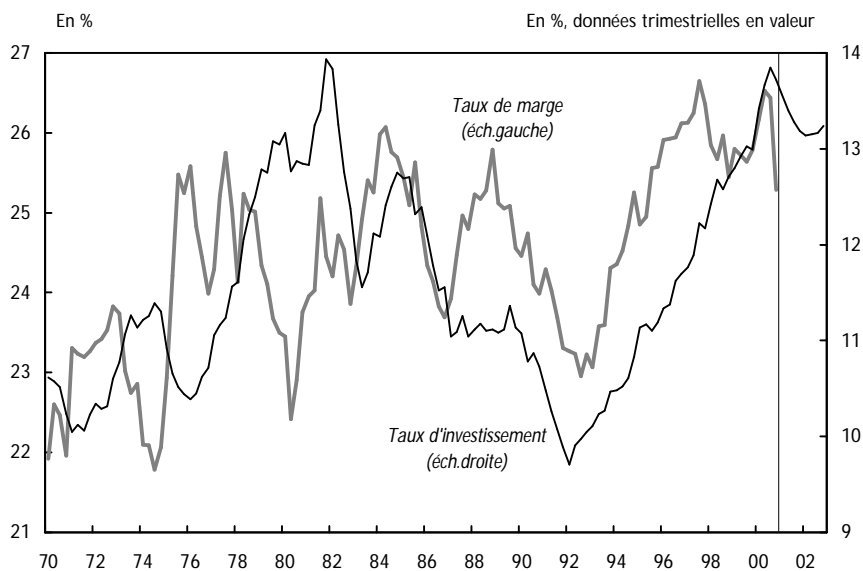
A l'heure actuelle, bien que la baisse de l'indicateur avancé respecte le critère de diffusion (indice de diffusion sur six mois inférieur à 50 %), elle n'est pas encore assez importante pour signaler clairement une récession puisqu'en glissement sur six mois et en rythme annualisé, sa baisse n'atteint pas le seuil de 3,5 %. Par contre, l'indicateur retardé commence à révéler quelques déséquilibres puisque le ratio indicateur coïncident/indicateur retardé affiche une légère baisse depuis le début 2000. De plus, l'indice de diffusion sur six mois a atteint 100 % trois mois de suite (juin, juillet, août). Au cours des six derniers mois, ce qui a poussé à la hausse l'indicateur retardé, c'est la forte progression du ratio crédit à la consommation/revenu avant impôt, du coût unitaire réel du travail dans le secteur manufacturier, et du ratio stocks/ventes (augmentation qui contraste avec sa tendance baissière des dernières années). En revanche, prêts commerciaux et industriels et taux de base bancaire tirent à la baisse l'indicateur retardé.

Si la dégradation de l'indicateur avancé se poursuit, combinée à l'apparition de déséquilibres si l'on en juge l'évolution de l'indicateur retardé, une récession n'est pas impossible à l'horizon de la mi-2001. Pour autant, une poursuite de la dégradation de l'indicateur avancé jusqu'au seuil signalant une récession n'est pas assurée. Un jeu de chaises musicales peut très bien se produire au cours des prochains mois entre les différentes composantes de l'indice, limitant la dégradation de l'indicateur (en particulier grâce à une courbe des rendements moins négative, à des délais de livraison moins tendus). Si l'assouplissement de la politique monétaire a l'impact souhaité, la confiance des consommateurs et la Bourse pourraient se redresser. En revanche, deux éléments essentiels restent incertains : l'élément « marché du travail » et l'élément « nouvelles commandes ».

\* L'indice de diffusion mesure la proportion de composantes (d'un indicateur spécifique) qui augmente.

Ces conditions de financement, ainsi que le taux de marge, sont susceptibles de s'améliorer à l'horizon de notre prévision dès lors que le coût de l'énergie pèse moins, que la Bourse progresse de nouveau et que les banques desserrent leur offre de crédit. La pression des coûts salariaux resterait contenue par la force des gains de productivité. Cela implique une progression très faible de l'emploi, et donc une remontée significative du taux de chômage (qui passerait de 4 % en 2000 à 4,5 % en 2001 puis à 5 % en 2002). Comme les agents économiques continuent à croire en la « nouvelle économie », ils maintiennent leurs rythmes de renouvellement des matériels en TIC car ils restent convaincus qu'ils sont générateurs de gains de productivité. Ils n'ajustent que progressivement et faiblement leur investissement. Le jeu de l'accélérateur resterait donc limité. L'investissement continuerait néanmoins de baisser pendant encore trois trimestres, le temps que les conditions de financement se normalisent et que la confiance des investisseurs et des entrepreneurs revienne envers les perspectives ouvertes par la révolution numérique, pour ensuite progresser de nouveau mais à des rythmes faibles. Un tel ralentissement entraînerait une baisse du taux d'investissement, mais elle ne serait pas d'une ampleur comparable à celles des récessions précédentes (graphique 12).

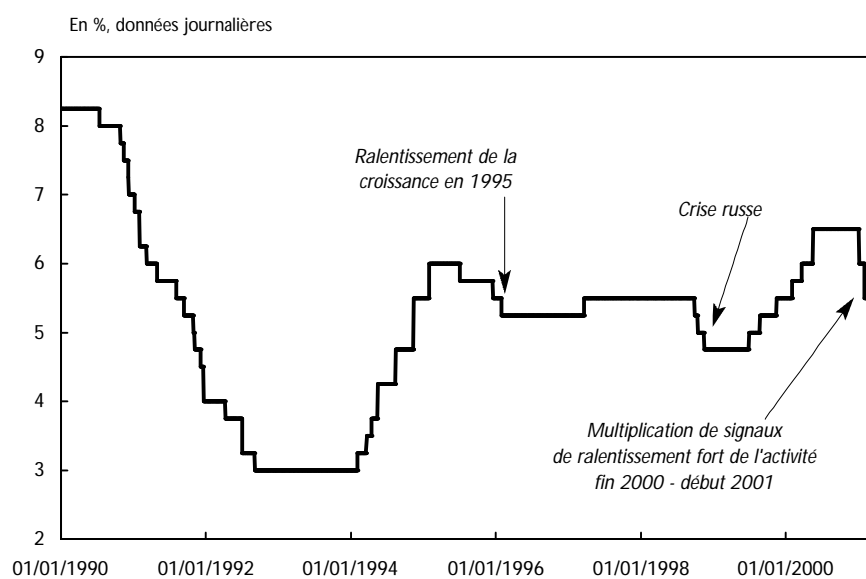
### 12. Taux de marge des entreprises et taux d'investissement aux États-Unis



Sources : Bureau of Economic Analysis, prévision OFCE.

L'assouplissement de la politique monétaire est un élément essentiel de par son impact sur la confiance des agents économiques, mais aussi sur la Bourse (même si la Banque centrale s'est toujours défendue d'avoir un objectif de soutien des cours). Cet impact est d'autant plus important qu'il peut être immédiat, alors que l'effet sur l'assouplissement des conditions de financement des agents économiques est plus long à se faire sentir. Dans le passé, la Fed a montré une grande souplesse d'adaptation aux changements de situations (graphique 13). Il lui faut éviter un *credit crunch*, c'est-à-dire une réaction trop brutale des prêteurs, qui restreindraient brutalement leur offre de crédit en raison de leurs anticipations sur la dégradation de la qualité des emprunteurs.

### 13. Objectif du taux des *federal funds*



Sources : Federal Reserve, WEFA.

Autant la Bourse avait fortement progressé à la suite de la baisse surprise du taux objectif des *federal funds* le 3 janvier 2001, autant la baisse du 31 janvier, les nombreux discours d'Alan Greenspan qui ont suivi et la baisse du 20 mars (en fait déjà totalement intégrée dans les cours) n'ont guère réussi à stopper sa chute. La marge de manœuvre de la Banque centrale peut sembler plus faible aujourd'hui qu'au moment de la récession de 1990-1991, mais l'absence de tensions inflationnistes fortes lui donne quand même une grande liberté d'action. Le taux objectif des *federal funds* en décembre 2000 (6,5 %) était en effet de 1,75 point inférieur au niveau existant au pic d'activité de juillet 1990. Mais l'inflation sous-jacente était en février 2001 de 2,8 % en glissement contre 5,1 % en juillet 1990. L'impact sur les prix de l'augmentation du prix de l'énergie est en partie absorbé par un effet de désinflation importée liée à l'appréciation du dollar.

Combiné à la disparition de l'impact positif de l'effet richesse, l'infléchissement important de l'emploi pèserait sérieusement sur la consommation. Pour autant, les consommateurs bénéficient encore d'un accès facile au marché du crédit : le *Senior Loan Officer Survey* de janvier 2001 révèle que les conditions de crédit ne se sont pas resserrées comme pour les entreprises. De plus, même si des incertitudes pèsent sur leur montant, des réductions d'impôts devraient soutenir la consommation en 2001 (si la rétroactivité souhaitée par le Président Bush est acceptée) et 2002 (encadré 5). La remontée du taux d'épargne serait importante à l'horizon de la prévision mais se ferait progressivement grâce à une croissance du revenu disponible réel qui resterait relativement solide. A ces éléments s'ajouterait un important mouvement de déstockage au cours du premier semestre 2001, compte tenu du stockage forcé des trimestres précédents. La contraction de l'investissement résidentiel se poursuivrait pendant encore deux trimestres. C'est le commerce extérieur qui soutiendrait la croissance sur la première moitié de l'année, avec un net infléchissement de la croissance des importations de biens et services, reflet du ralentissement de la demande intérieure, et une certaine résistance des exportations grâce essentiellement au marché européen. La croissance serait quasi-nulle au premier trimestre 2001 et de 0,2 % au deuxième. En moyenne annuelle, la croissance serait de 1,3 % en 2001 et de 2,2 % en 2002. L'inflation serait encore légèrement supérieure à 3 % en 2001 mais s'infléchirait à 2,1 % en 2002. Les lendemains de la bulle spéculative sur les valeurs de l'Internet ne sont pas vraiment des lendemains glorieux, mais ils ne sonnent pas non plus, et de loin, le glas de la « nouvelle économie ».

## 5. Le budget de l'administration Bush pour 2002-2011

L'apparente générosité de ce budget repose uniquement sur des réductions d'impôts massives (1 620 milliards de dollars en cumulé sur 2002-2011). Les propositions d'augmentations de dépenses, dont par exemple la modernisation du programme *Medicare* et le remboursement des médicaments dans le cadre de ce programme, représentent de très faibles montants par rapport aux réductions d'impôts (tableau). Ses chances d'adoption en l'état sont plutôt limitées. Ce budget compte sur une très faible progression des dépenses discrétionnaires, indispensable pour payer les réductions d'impôts mais irréaliste au regard des efforts de compression déjà réalisés sur ces dépenses. En effet, les dépenses discrétionnaires ont crû en moyenne de moins de 2 % par an depuis 1992\*. Après une augmentation de 6 % en 2002, les dépenses discrétionnaires progresseraient d'à peine 3 % par an en moyenne sur le reste de la période. Compte tenu des propositions d'augmentation de ces dépenses (+ 260 milliards de dollars sur 10 ans), dont 95 milliards de dollars (soit presque 40 %) sont affectés à la « revitalisation » du secteur militaire et 41 milliards à la réforme du système éducatif, cela implique des coupes substantielles ailleurs. Les dépenses obligatoires (*Social Security, Medicare, Medicaid...*) progresseraient en moyenne de 6 % par an sur la période. Les intérêts nets fondent comme neige au soleil grâce à la réduction envisagée de la dette publique, d'environ 2 trillions de dollars. Ce qu'il faut retenir aussi, c'est le côté paradoxal d'un discours pessimiste de l'administration sur l'économie américaine pour vendre les réductions d'impôts, alors que le budget repose sur une hypothèse de croissance moyenne de 2,4 % en 2001, de 3,3 % en 2002 et de 3,2 % sur l'ensemble de la période. De telles hypothèses permettent aux recettes fiscales de progresser en moyenne de 4,4 % par an sur la période, après une croissance moyenne de 7,5 % par an depuis 1992.

\* Tous les taux de croissance se réfèrent à des données en valeur. L'inflation moyenne entre 1992 et 2000 a été de 2,6 % par an et l'hypothèse retenue dans le budget pour 2002-2011 est une progression moyenne de 2,5 % par an.

Principaux chiffres du budget américain 2002-2011

Milliards de dollars, années budgétaires

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Excédent budgétaire de référence</b>	284	283	334	387	440	516	586	652	726	814	904
<b>Dont excédent de la Social Security</b>	157	171	193	211	237	252	270	287	303	323	343
<b>Hausse des dépenses Medicare</b>	3	11	13	15	13	13	13	16	17	20	24
<b>Réductions d'impôts *</b>		-31	-66	-99	-133	-170	-193	-209	-226	-243	-250
Augmentation du crédit d'impôt pour les enfants		-1	-8	-12	-16	-21	-25	-26	-27	-28	-29
Création d'une tranche d'impôt à 10 %		-6	-14	-22	-30	-37	-40	-40	-41	-41	-41
Réduction des taux de l'IRPP		-12	-21	-33	-42	-57	-64	-65	-67	-69	-70
Réduction de la pénalisation du mariage		-1	-5	-8	-10	-13	-14	-15	-15	-16	-16
Augmentation du crédit d'impôt pour la R&D				-1	-3	-5	-7	-7	-8	-9	-9
Suppression de l'impôt sur les successions	-0,2	-6	-11	-12	-15	-17	-21	-30	-43	-55	-58

\* Les réductions d'impôts ne sont pas toutes présentées : le total n'est donc pas égal à la somme des lignes.  
Source : Office of Management and Budget.

## 14. États-Unis : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrd 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	5979	1,8	0,8	1,1	0,7	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	5,3	5,3	2,2	2,0
Dépenses publiques	1536	-0,3	1,2	-0,3	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	3,3	2,8	1,6	1,6
FBCF privée totale	1624	4,0	2,8	0,9	-0,3	-0,5	-0,7	-0,2	0,1	0,5	0,9	0,9	1,3	9,2	9,6	-0,2	1,9
dont : - logement	368	0,8	0,3	-2,8	-0,9	-0,5	-0,5	0,0	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	6,4	-0,5	-2,7	1,9
- hors logement	1255	4,9	3,5	1,9	-0,2	-0,5	-0,7	-0,2	0,0	0,5	1,0	1,0	1,5	10,1	12,6	0,5	1,9
Exportations de biens et services	1033	1,5	3,4	3,3	-1,6	1,0	1,0	1,4	1,4	1,9	2,0	2,1	2,3	2,9	9,1	4,2	7,2
Importations de biens et services	1355	2,9	4,3	4,0	-0,2	-0,4	0,3	0,9	1,2	1,5	1,4	1,5	1,6	10,7	13,6	3,5	5,2
Variations de stocks, en mrd de \$ 1996	45	9,2	19,7	18,1	14,9	6,3	5,0	6,3	7,5	8,8	8,8	10,0	10,0	45,3	61,8	25,0	37,5
PIB	8876	1,2	1,4	0,5	0,3	0,0	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	4,2	5,0	1,3	2,2
Prix à la consommation		1,0	0,7	0,9	0,7	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,2	3,4	3,1	2,1
Solde courant, en points de PIB		-4,2		-4,5		-4,0		-3,8		-3,7		-3,6-		3,6	-4,4	-3,9	-3,7

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



## Japon : ajustement réel, gouffre financier

L'activité japonaise, qui s'était redressée jusqu'au premier trimestre 2000, a nettement ralenti depuis lors. La consommation a stagné, puis reculé en fin d'année ; les exportations se sont stabilisées au second semestre après une vigoureuse progression, largement imputable à la reprise des échanges intra-asiatiques ; l'investissement public a rechuté au troisième trimestre et demeure faible, le plan de relance de novembre dernier ne se traduisant pas en dépenses effectives avant 2001. Le tassement de la demande s'est rapidement lu dans les indicateurs cycliques élaborés par l'institut de recherche économique et social et l'OCDE, qui n'ont cessé de se dégrader depuis un an. Cependant, le caractère erratique des données japonaises de comptabilité nationale, qui s'est avéré une fois de plus dans la brusque révision à la baisse du PIB du troisième trimestre 2000, a pu donner une image excessive du retournement en cours, récemment corrigée par le rebond du quatrième trimestre. Au delà de ces accidents, l'économie connaît un nouveau passage à vide, particulièrement problématique en raison des déséquilibres financiers internes persistants. La baisse récente du Nikkei aux alentours de 12000 a fait resurgir les risques de *credit crunch* en annulant l'essentiel des plus-values latentes, au moment où les entreprises sont légalement contraintes de valoriser leurs actifs au prix du marché. La faillite de la compagnie d'assurance *Tokyo Mutual Life*, le 23 mars 2001, la huitième en date, rappelle l'extrême fragilité de l'édifice qui soutient les droits à retraite des ménages.

Le coup d'arrêt, voire le recul de l'activité, envisagé d'ici à l'automne prochain, va probablement s'accompagner d'un profil du PIB encore heurté. La consommation des ménages rebondirait en début d'année, avec toutefois moins d'ampleur que l'an passé. Une partie des fluctuations enregistrées en Comptabilité nationale s'expliquerait par l'insuffisante prise en compte des changements de calendrier d'achats dus aux nouvelles formes de commerces aux horaires d'ouverture plus flexibles. La vive hausse des commandes publiques d'équipements constatée en décembre va se traduire par un fort investissement concentré sur le premier trimestre, dont le contrecoup pèsera à l'été. Le troisième trimestre devrait être en recul marqué, donnant alors une vision exagérément pessimiste de l'enfoncement nippon dans la récession.

La principale contribution négative à l'activité vient aujourd'hui des exportations. Le brusque arrêt américain se combine avec le gel des exportations à destination de l'Asie, directement touchées par le retournement du cycle électronique. Les exportations de semi-conducteurs ont reperdu toute leur progression d'une année, en vif contraste

avec un gain de 70 % en 1999. Les exportations vers l'Europe ont à leur tour baissé en janvier et février, ôtant aux producteurs japonais leur dernier soutien externe. Les efforts de marge, habituellement concédés lors des phases de ralentissement international, paraissent difficiles à réaliser à présent en raison de la médiocre rentabilité des firmes ; cependant la baisse du yen engagée et prévisible pourrait au moins interrompre la dégradation tendancielle des parts de marchés à l'exportation. Ceci ne pourra empêcher une baisse des livraisons à l'étranger au cours du premier semestre, qui serait au mieux compensée au second. La reprise des exportations reste très dépendante des États-Unis, et plus particulièrement, de celle de la demande des biens d'information et de communication.

L'investissement privé est directement menacé par l'affaiblissement des marchés étrangers. En raison de l'importance de l'industrie et de son implantation internationale, les dépenses d'équipement sont toujours en étroite symbiose avec les échanges extérieurs. Les nouvelles commandes de machines sont en net recul au premier trimestre 2001.

Les secteurs traditionnels, automobile, acier, chimie, sont sévèrement touchés, mais aussi les banques et assurances, dans l'incapacité de lever des fonds. Il reste un noyau dur de commandes, soit portant sur les biens d'information et de communication, soit émanant des producteurs de ces mêmes biens. Le Japon reste en effet en retard sur ses partenaires pour la mise en place des nouvelles technologies, ce qui explique qu'il ait persisté en ce domaine, jusqu'à la fin 2000, un fort courant d'investissement et d'importations. Toutefois, un tassement se fait là aussi sentir, qui peut résulter aussi bien de l'élévation du coût du capital liée à la baisse de la Bourse que d'une pause dans le rythme des innovations.

Les comptes des entreprises s'étaient améliorés en ce qui concerne les profits courants, grâce à la reprise de la demande étrangère, cependant que les conditions de crédit paraissaient revenir à la normale, selon les déclarations à l'enquête *Tankan*. Ces mouvements ne sont qu'un premier pas dans l'assainissement nécessaire : la masse salariale atteint 63 % du PIB, contre 53 % au début des années 1990, la dérive des frais généraux, passés de 10 % à 19 % des ventes en trois décennies, ne s'est qu'à peine interrompue lors de la récente reprise. Surtout, le taux de rendement du capital oscille à très bas niveau depuis 1995 : la profitabilité, mesurée par l'écart entre le rendement des actifs au bilan et le taux d'intérêt à 10 ans atteint à peine 2 %, contre près de 9 % dans la zone euro et encore 11 % aux États-Unis. Ces résultats décevants sont obtenus alors même que le taux d'investissement productif se situe entre 15 % et 16 % depuis la fin 1998, soit sensiblement en retrait des 19-20 % de 1990.

Compte tenu des besoins liés à la « nouvelle économie », et de la faible croissance des capacités de production, évaluée à 1,5 % l'an au cours des trois dernières années, les efforts de rationalisation se portent de plus en plus sur les frais de main-d'œuvre et de gestion. Déjà, les bonus ont été réduits en fin d'année 2000, tandis que le rapport des offres aux demandes d'emploi repart à la baisse. La confiance des consommateurs s'était redressée très progressivement, réagissant avec beaucoup d'inertie aux fluctuations boursières. Il est à craindre que leur moral soit sérieusement affecté dans les trimestres à venir, d'autant que les nouvelles mesures gouvernementales vont dans le sens de l'accélération des rationalisations, donc des licenciements. Ce n'est donc au mieux qu'en fin d'année, si l'investissement et l'emploi bénéficient d'un meilleur climat mondial, que la consommation pourrait à nouveau progresser, à un rythme restant inférieur à celui de l'activité.

Le marché immobilier pourrait mieux se tenir, pour des raisons plus structurelles que conjoncturelles. Après des années de marasme, le prix réel des terrains est revenu à son niveau de 1985 ; le prix au m<sup>2</sup> des immeubles d'habitation équivaut à ceux de 1987-1988, au seuil de la grande flambée spéculative. La nouvelle baisse des taux d'intérêt à long terme améliore aussi les conditions d'accès au logement. Le taux d'investissement résidentiel, installé au plus bas depuis sa rechute de 1997, pourrait s'élever d'un demi point sous l'effet de besoins de renouvellement. On ne peut toutefois exclure un certain attentisme des ménages dans le cas où les liquidations de sociétés conduiraient à des ventes forcées pesant encore plus sur les prix de l'immobilier.

La nouvelle orientation prise par la Banque du Japon montre que, face aux dangers d'une nouvelle phase de déflation qu'engendreraient les restructurations, elle se résigne à réalimenter l'économie en liquidités, tant que les prix à la consommation continueront de baisser. Elle ne semble pas pour autant prête à acheter à guichet ouvert des titres publics japonais : elle a ainsi fixé un plafond de détention équivalant au montant des billets en circulation, ce qui lui donne une capacité d'achat supplémentaire de 11 trillions de yen ; elle souhaite ainsi rassurer les marchés, qui verraient d'un mauvais œil la Banque centrale perdre ainsi ses derniers degrés de liberté : d'une part, elle donnerait l'impression de cautionner les politiques de relance publique et l'endettement croissant qui en résulte ; d'autre part, elle accroîtrait, autant pour elle-même que pour les investisseurs, les risques de pertes en capital, risques d'autant plus sérieux que les taux longs seraient tombés sensiblement en dessous de 1 % l'an. Dans la nécessité où elle se trouverait alors de faire appel aux fonds publics, son indépendance vis-à-vis du gouvernement s'en trouverait mise à mal. De telles considérations pourraient aussi la rendre très hésitante à relever ses taux d'intérêt directs lors d'un redressement conjoncturel. Ses marges de manœuvre actuelles s'en trouvent donc limitées.

## 15. Japon : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrd de yen 1995	Variations par rapport à la période précédente, en %*															
		2000				2001				2002				1999			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Consommation des ménages	287988	2,0	0,1	0,0	-0,6	0,3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	1,2	0,5	0,2	1,5
Consommation publique	82423	1,0	1,2	0,5	0,9	0,7	0,5	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	4,0	3,6	2,6	1,8
FBCF totale	141612	2,2	-0,7	-2,2	4,8	3,8	-2,3	-6,6	2,9	3,6	3,8	-3,5	1,1	-0,8	1,1	1,5	2,9
dont : - productive privée	80191	1,9	-2,5	1,5	6,8	-1,6	-4,1	-1,2	2,4	1,2	1,2	1,2	1,1	-4,3	4,4	0,2	3,1
- logement	20122	4,6	-5,4	0,5	4,4	0,5	0,5	0,5	1,0	1,5	2,0	2,0	2,0	0,8	1,5	3,5	5,9
- publique	41299	1,5	5,4	10,7	0,8	18,0	0,0	-20,0	5,0	10,0	10,0	-15,0	0,0	6,1	-5,5	3,3	0,8
Exportations de biens et services	53056	4,4	4,0	0,2	0,6	-2,0	0,0	1,0	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0	1,3	12,0	0,3	5,3
Importations de biens et services	42126	0,4	3,9	1,3	4,5	-2,1	-1,5	-0,8	0,8	1,8	1,7	1,9	2,9	2,9	9,7	1,4	4,6
Variations de stocks, en mrd yen 1995	- 675	-71	-3	-38	-10	0	75	125	200	250	250	375	375	-675	-122	400	1250
PIB	522278	2,4	0,2	-0,6	0,8	1,3	-0,3	-1,4	1,1	1,3	1,3	-0,5	0,6	0,8	1,7	0,9	2,2
Prix à la consommation		-0,7	0,3	-0,3	0,2	-0,3	0,0	-0,5	0,2	-0,5	0,2	-0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,4	-0,6
Solde courant, en points de PIB		2,6		2,2		2,0		2,2		2,5		2,7		2,5	2,4	2,1	2,6

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

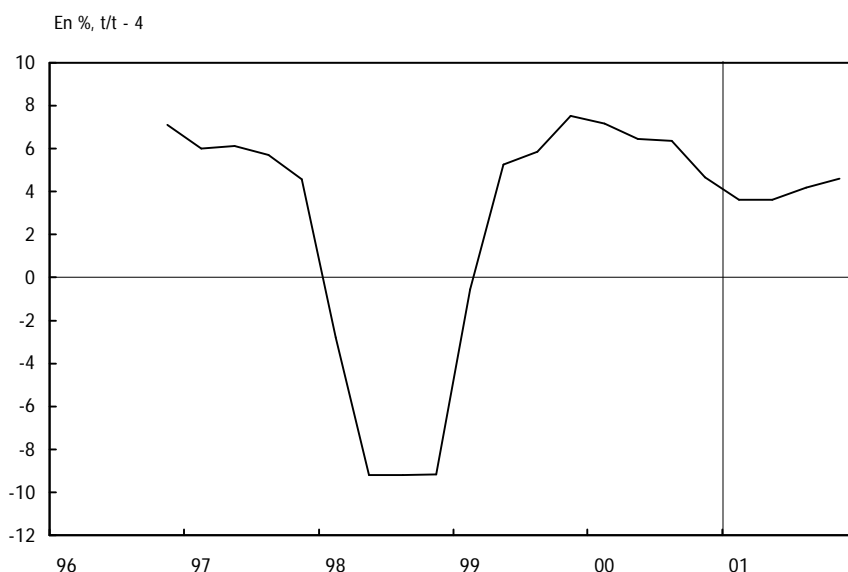
## Asie : dans l'attente de la reprise des cycles

Après deux années très dynamiques, la croissance des pays émergents d'Asie, hors Chine, s'est ralentie assez nettement à la fin de l'année 2000. Le mouvement se poursuivrait durant l'ensemble du premier semestre (graphique 14). La croissance repartirait les mois suivants mais à un rythme moins rapide qu'auparavant, soit en moyenne annuelle 3,8 % en 2001 et 4,8 % en 2002 après 6,2 % en 2000.

Après la reprise de 1999, la croissance des pays émergents est restée rapide en 2000. En fin d'année, cependant, l'activité marquait des signes très nets de fléchissement dans plusieurs pays. Sur un an, le PIB affichait une progression au quatrième trimestre de 6,8 % à Hongkong, 4,6 % en Corée du Sud, 6,5 % en Malaisie, et 4,1 % à Taiwan. La Thaïlande, malgré une croissance faible de 4,2 % sur l'ensemble de l'année enregistrait elle aussi un ralentissement à 3,1 %. Seuls, Singapour et l'Indonésie restaient sur des rythmes haussiers.

Plusieurs éléments expliquent ce retournement. Certains pays touchés par la crise financière ont retrouvé dans le courant de l'année 2000, le niveau de production qu'ils avaient avant la crise. Ainsi, en Corée du Sud, en Malaisie et à Hongkong, le processus de rattrapage est achevé et le rythme de croissance tend à se normaliser spontanément. L'environnement international est devenu moins porteur. La croissance américaine et la progression de la demande de biens à haut contenu technologique, qui avaient fortement soutenu l'activité jusqu'alors, ont ralenti vers la fin de l'année. L'impact a été rapide et joue d'autant plus fortement que les pays sont exposés. La Malaisie, dont les exportations représentent 70 % du PIB, s'orientent à hauteur de 20 % vers les États-Unis, et sont composées pour plus de la moitié de produits électroniques, est un des pays les plus durement frappés. Les Philippines, Singapour, la Corée du Sud et Taiwan restent très vulnérables. La Chine est moins affectée du fait d'une relative indépendance vis-à-vis de la demande extérieure. En 2001, le ralentissement de la croissance aux États-Unis entraînerait une perte d'un point de croissance en Asie. Mais l'impact de la baisse des ventes des semi-conducteurs serait encore plus important : la part de ces produits dans les exportations de la zone est supérieure à celle des exportations à destination des États-Unis et certains pays ont développé dans ce secteur des activités à plus forte valeur ajoutée (Corée du Sud, Taiwan). Par ailleurs, la forte complémentarité des pays asiatiques sur les activités de production et de montage au sein de la branche amplifie les effets dépressifs du ralentissement du commerce extra-zone. Ces facteurs, qui joueront à plein au premier semestre, pourraient s'atténuer au second dans l'hypothèse d'une amélioration de la conjoncture américaine et d'une reprise du cycle de l'électronique.

## 14. Croissance du PIB de l'Asie en développement hors Chine \*



\* Corée du Sud, Malaisie, Philippines, Taiwan, Singapour, Hongkong, Indonésie, Thaïlande  
Sources : FMI, prévisions OFCE.

Le ralentissement des exportations n'a pas été relayé par la demande intérieure. La consommation privée et l'investissement des entreprises sont restés très modérés, brimés par la montée du chômage, les contraintes financières et l'existence de surcapacités productives. Plusieurs pays (Philippines, Indonésie, Thaïlande) ont connu l'année dernière des crises politiques plus ou moins ouvertes, qui se sont partiellement résorbées dans les premiers mois de l'année 2001. Malgré tout, la stabilité est loin d'être assurée. Les restructurations dans l'industrie et les banques continuent de peser sur les comportements des agents privés. Les créances douteuses restent élevées et l'insuffisance de liquidités des institutions financières se traduit par une restriction des crédits au secteur privé. En terme réel, ceux-ci baissent en Corée du Sud et en Thaïlande. Simultanément, les marchés boursiers se sont effondrés dans plusieurs pays : de près de 50 % en Corée du Sud, Thaïlande et Philippines. Le retard pris dans les restructurations industrielles, le ralentissement anticipé de l'activité et le dégonflement de la bulle sur les TIC aux États-Unis en sont les principales raisons. Les marchés qui s'étaient repris au début de l'année restent très volatils, subissant le contrecoup des évolutions des autres places boursières. Depuis le quatrième trimestre 2000, le climat de confiance ainsi que les perspectives sur la situation économique au cours des six prochains mois se sont sensiblement dégradés dans l'ensemble de la zone, après une amélioration durant l'année 2000.

Les marges de manœuvre dont disposent les gouvernements pour soutenir l'activité pendant ce passage à vide sont limitées. Les politiques monétaires sont déjà souples. Les taux d'intérêt bénéficieraient de la baisse des taux américains mais l'impact restera modéré. Les politiques budgétaires sont plutôt expansionnistes. La Malaisie pourrait revoir sa politique de change. Le rattachement du ringgit au dollar au moment où les autres monnaies de la région, yen compris, se déprécient, apparaît particulièrement contraignant.

Les financements d'origine externe sont faibles. Jusqu'alors, les principales sources de capitaux sont venues des investissements directs étrangers. Les prêts bancaires et les achats de portefeuille restent très sélectifs et pour le moment largement inférieurs à ce qu'ils étaient avant la crise. Si le ralentissement économique venait à se prolonger, la situation financière des entreprises et des banques se dégraderait encore davantage. Ceci augmenterait la défiance des investisseurs étrangers vis-à-vis de ces pays et constituerait un facteur d'instabilité qui toucherait l'ensemble de la région. Un tel scénario n'est pas retenu dans notre prévision.

La Chine bénéficie d'une dynamique largement entretenue par la vigueur de sa demande interne. Le ralentissement des exportations qui ne pourra pas être évité, sera compensé par une politique budgétaire encore une fois très expansionniste. Le climat de confiance, soutenu par une Bourse orientée à la hausse et l'amélioration de la situation économique, reste très positif. La croissance serait légèrement inférieure à 8 % cette année et s'accélérait l'année prochaine, entraînant Hongkong dans la foulée (tableau 16).

#### 16. Prévisions pour quelques pays d'Asie

	PIB (en %)			Inflation (en %)			Balance courante (en milliards de \$)		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Chine	8,0	7,7	8,1	0,4	1,3	2,4	12,6	6,8	5,2
Corée du Sud	9,1	4,0	5,3	2,3	2,8	2,6	10,5	6,6	4,4
Hongkong	10,3	4,3	4,7	- 2,8	1,0	2,1	6,8	5,6	4,4
Indonésie	4,4	3,6	4,3	3,8	7,5	6,4	7,8	5,5	2,9
Malaisie	8,6	4,8	6,1	1,6	2,4	2,7	8,8	5,4	3,0
Philippines	3,8	2,7	3,4	4,4	6,7	5,6	7,1	5,9	4,8
Singapour	10,0	5,3	6,1	1,3	1,7	1,9	20,0	18,2	19,3
Taiwan	6,2	4,5	5,5	1,3	1,7	1,8	6,9	6,1	6,9
Thaïlande	4,2	3,5	4,3	1,6	1,9	2,5	9,1	5,9	3,9

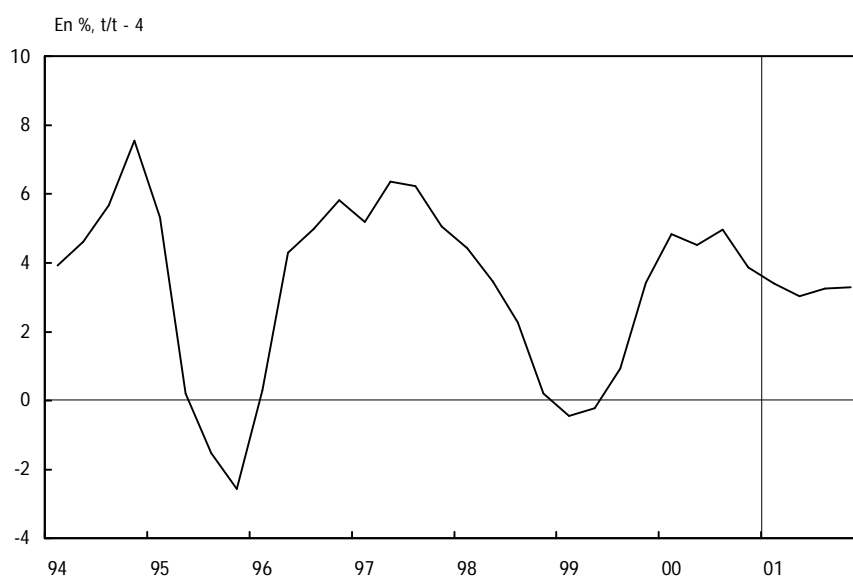
Sources : Consensus forecasts, prévisions : OFCE et Consensus forecasts.

## Amérique latine : ralentissement sur fond de croissance encore solide

Après la crise de 1998-1999, l'Amérique latine a enregistré une forte reprise en 2000 (graphique 15). L'activité a progressé de près de 4,4 % en moyenne. Le Mexique, le Chili et le Brésil affichaient les scores les plus élevés (tableau 17). L'Argentine par contre s'enlisait dans une grave crise économique et financière. A l'exception du Mexique, la dégradation de l'environnement international en 2001 ne devrait pas casser la dynamique régionale. La croissance resterait encore vigoureuse en 2002, à 4,3 %.

Les politiques restrictives d'ajustement mises en place en 1999 ont permis de stabiliser assez rapidement les économies. Le relâchement des taux d'intérêt et le retour de la confiance des agents privés en 2000 ont favorisé la relance de la demande intérieure, par une bonne tenue de l'investissement et de la consommation privée. L'inflation a baissé dans les principaux pays tandis que les déficits publics, contraints par des politiques budgétaires restrictives et les réformes fiscales, se réduisaient sensiblement.

### 15. Croissance du PIB en Amérique latine



Sources : FMI, prévisions OFCE.



Simultanément, l'environnement international a été propice à la relance des exportations. Le dynamisme américain et asiatique jusqu'au troisième trimestre 2000, la hausse des prix du pétrole et des matières premières, ont permis de soutenir l'activité et d'atténuer la contrainte financière. La balance courante s'est quelque peu redressée (10 milliards de dollars entre 1999 et 2000, pour un déficit de 44 milliards la dernière année sur l'ensemble de la zone), en dépit du rebond des importations de la région.

Néanmoins, en 2001, le ralentissement nord-américain et la crise argentine pourraient marquer de leurs empreintes la dynamique de leurs voisins les plus proches. Au quatrième trimestre, le Mexique a affiché un premier ralentissement reflétant la contraction des importations de son principal partenaire. Le resserrement de ses débouchés extérieurs jouerait sensiblement sur sa croissance en 2001 : les exportations vers les États-Unis représentent près d'un quart de son PIB. Ce facteur récessif se retrouve dans les enquêtes. En janvier, le climat de confiance restait plutôt favorable mais les perspectives de production sur les six prochains mois se dégradent fortement. La bonne tenue de la demande intérieure devrait néanmoins compenser partiellement ce creux d'activité à l'exportation. Au Brésil et au Chili, l'impact resterait négligeable : bien que les États-Unis et l'Argentine soient leurs principaux marchés d'exportation, ils ne représentent que respectivement 2,5 % et 4,5 % du PIB dans chacun des pays. De fait, le climat de confiance reste plutôt serein. La politique monétaire est particulièrement accommodante et les tensions inflationnistes sont pour l'instant inexistantes.

Dans l'ensemble des pays d'Amérique du Sud hors Argentine, les perspectives à l'horizon des six prochains mois sont très bien orientées. En 2001, un léger ralentissement est attendu dans les principaux pays (Brésil, Chili, Colombie, Pérou) mais la croissance resterait soutenue. Dans les autres pays, les prévisions sont en hausse par rapport à l'année dernière. La détente des taux des fonds fédéraux américains et la bonne santé de l'économie brésilienne compenseraient le ralentissement de la demande nord-américaine. En Argentine, par contre, la situation reste plus difficile malgré les 40 milliards de dollars de prêts alloués en décembre dernier par la communauté internationale. Les réformes entreprises dans le cadre du plan de redressement des finances publiques pour relancer la confiance nationale et internationale et sortir de la spirale dépressive où l'économie s'est installée, ont du mal à produire leurs effets. La « loi de compétitivité » mise en place par D. Cavallo, le père de la « loi de convertibilité » pourrait agir à moyen terme. Mais la crise financière du pays pèserait encore sur l'activité cette année.

Les déficits extérieurs se dégraderaient légèrement mais ne poseraient pas de problèmes de financement. Cette hypothèse repose sur l'idée que les marchés financiers internationaux restent stables et que la confiance des investisseurs envers les pays émergents ne fasse pas défaut. Auquel cas, la détente monétaire dans les pays industriels faciliterait les placements vers des actifs à plus hauts rendements des pays émergents. Cependant, l'instabilité financière actuelle, alimentée par la chute généralisée des valeurs boursières, et les crises argentine et turque de la fin 2000 ne permet pas d'exclure entièrement le risque d'une nouvelle crise de confiance touchant l'ensemble des pays émergents, et notamment l'Amérique latine. La contrainte de financement des déficits courants ressurgirait alors de façon cruciale.

#### 17. Prévisions pour quelques pays d'Amérique latine

	PIB (en %)			Inflation (en %)			Balance courante (en milliards de \$)		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Argentine	- 0,3	1,5	3,5	- 0,7	0,2	0,7	- 9,9	- 10,2	- 11,5
Brésil	4,2	3,9	4,3	6,0	4,3	3,8	- 24,6	- 26,5	- 27,0
Chili	5,4	5,0	5,5	4,5	3,5	3,2	- 0,9	- 1,5	- 2,0
Mexique	6,9	3,2	4,6	9,0	7,6	6,3	- 17,5	- 23,1	- 24,6

Source : Consensus forecasts, prévisions : OFCE et *Consensus forecasts*.

## Russie et PECO : croissance et inflation

En 2000, la vive croissance du PIB russe (7,7 %) a été impulsée par la consommation (+ 9,2 %) et surtout par l'investissement (+ 17,7 %). Le taux de chômage a baissé à 9,6 % en décembre 2000 contre 12,2 % en décembre 1999. Au quatrième trimestre 2000, le PIB se situe 14 % au-dessus de son niveau de 1997. Par contre, la consommation reste 10 % en dessous ; les salaires réels sont inférieurs de 17,6 % ; les revenus réels des ménages de 16 %. S'étant heureusement accompagnée de la hausse des prix du pétrole et du gaz, la dépréciation du rouble a impulsé l'activité et rétabli le fort excédent de la balance commerciale en fournissant des gains de compétitivité à l'industrie et en réduisant les salaires réels et la consommation. La balance commerciale est fortement excédentaire (61 milliards de dollars en 2000), grâce au bas niveau des importations depuis la crise de 1998 et à la forte valorisation des exportations. C'est en somme un exemple de dévaluation réussie. La forte augmentation des rentrées fiscales, en particulier grâce aux taxes pétrolières, a permis aux administrations de verser les salaires qui étaient en retard, d'augmenter les retraites et d'être excédentaires de 3 % du PIB en 2000. Le taux d'inflation a été de 20,2 % en 2000 contre 36,5 % en 1999. Les taux d'intérêt ont été baissés progressivement (de 55 % à 25 % pour le taux de refinancement, de 11,8 % à 8,5 % pour le taux de l'argent au jour le jour). Le taux de change du rouble vis-à-vis du dollar ne s'est déprécié que de 4,5 % en 2000. Le taux de change réel est donc nettement remonté mais il reste déprécié de 26,2 % par rapport au niveau de 1997. En sens inverse, les réformes structurelles ne progressent guère et les exportations ne se diversifient pas. L'inflation peine à ralentir et était encore de 22 % en glissement annuel en février 2001 ; elle serait encore de 16 % en 2001 et de 14 % en 2002. La consommation bénéficierait de la baisse du chômage et des hausses de salaires réels, mais le prix de l'énergie serait plus bas, ce qui tendrait de nouveau la contrainte budgétaire, et la compétitivité continuerait à se dégrader. La production industrielle a stagné au quatrième trimestre 2000 et a reculé en janvier 2001. La croissance devrait ralentir nettement pour s'établir à 4 % en 2001 puis 3,5 % en 2002.

La croissance de l'économie polonaise a ralenti tout au long de l'année 2000, atteignant 4,1 % en moyenne, mais 2,4 % en glissement. La politique économique a été nettement restrictive pour réduire le taux d'inflation et le déficit extérieur. La demande intérieure, et particulièrement la consommation, a fortement ralenti, mais les exportations ont pris le relais permettant une légère diminution du déficit commercial. L'inflation, qui avait accéléré en début d'année 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 6,6 % en glissement en février 2001). La politique monétaire est très restrictive depuis le quatrième trimestre 1999, lorsque les taux d'intérêt ont monté de 12,4 à 16 %, ce qui reste leur niveau actuel. Une baisse est vivement attendue pour permettre un rebond de la demande. Le taux de change, qui s'était affaibli de 14 % par rapport au dollar de janvier à octobre 2000, a depuis remonté au niveau de début 2000 ; le taux de change vis-à-vis de l'euro s'est apprécié de près de 8 %, ce qui nuira au dynamisme des exportations en 2001. Le déficit commercial (6 % du PIB) reste financé par des entrées de capitaux, attirés soit par le niveau élevé des taux d'intérêt, soit par le dynamisme de l'économie polonaise. La politique budgétaire devrait être relativement neutre en 2001, le déficit public restant proche de 2,5 % du PIB. Depuis deux ans, le taux de chômage a connu une hausse importante, de 10 à 15 %, en raison de fortes baisses des sureffectifs particulièrement dans l'industrie (où l'emploi a diminué de 9 % en 2000 pour une croissance de la production de 4 %). Compte tenu de la faiblesse de la consommation, la Pologne connaîtrait une croissance modérée en 2001, de l'ordre de 3 %, et un peu plus vive en 2002, si effectivement les taux d'intérêt baissent et si le change s'affaiblit.

La Hongrie a connu une forte croissance en moyenne annuelle en 2000 (5,4 %) qui a eu tendance à ralentir progressivement : en glissement annuel, la croissance n'a été que de 4,2 %. Là aussi, le ralentissement de la consommation induit par les hausses de prix et celui de la FBCF ont été compensés par une évolution favorable du solde extérieur (1 point de PIB en contribution). L'inflation a été de 10 % en 2000 et ne ralentirait qu'à peine en 2001. Le taux de change vis-à-vis de l'euro est maintenant géré de façon à autoriser le florin à se déprécier de 2,4 % par an (contre 3,6 % naguère). Le taux d'intérêt a été monté à 11,7 % pour lutter contre l'inflation ce qui entraîne des pressions à la montée du taux de change. Les souhaits de la Banque centrale de passer en change flexible pour se donner plus de marges de manœuvre renforcent les anticipations de hausse du florin. La baisse du dynamisme des importations de l'Union européenne et la hausse du taux de change réel pèseraient sur la croissance qui serait de 4 % en 2001 et 2002. Elle pourrait être encore plus faible en cas de forte appréciation du florin.

Après une baisse du PIB de 1997 à 1999, la République Tchèque a renoué avec la croissance en 2000 (2,7 %) grâce à la reprise de l'investissement et des exportations, la consommation restant peu dynamique. Le taux d'intérêt a été fortement abaissé en octobre 1999 (5,0 % actuellement). En un an, la couronne s'est dépréciée de 5 % par rapport à l'euro, ce qui a fourni des gains de compétitivité. L'inflation est restée modérée (4 % en glissement en février 2001). A partir de la mi-2000, le taux de chômage a commencé à diminuer (de

9,3 % en mai à 8,5 % en janvier 2001). Par contre, la politique budgétaire expansionniste a creusé le déficit public (5 % 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 4 % en 2001 et en 2002.

Après le passage à vide qui a suivi le changement d'orientation de la politique économique de 1999, la République Slovaque retrouve une croissance plus satisfaisante (2,1 % en 2000 ; 2,8 % en 2001 ; 3,6 % en 2001) surtout tirée par les exportations, puis par la FBCF. Le taux d'inflation ralentirait nettement (7,5 % en 2001 contre 12 en 2000) permettant une certaine reprise de la consommation, après la baisse de 3 % en 2000 induite par la baisse de pouvoir d'achat des salaires. Les taux d'intérêt sont relativement bas (7,6 % en février 2001). Le taux de chômage, très élevé, a commencé à diminuer en 2000 (de 19,5 % en début d'année à 17 %).

La zone a connu une croissance vigoureuse en 2000 (tableau 18). En Russie, il ne s'agit que d'un rebond qui ne présage pas de l'enclenchement d'une dynamique de croissance de moyen terme. Les PECO sont engagés, eux, dans une telle dynamique, mais sa gestion est délicate entre les risques d'inflation et de déficit extérieur.

#### 18. Prévision pour quelques pays d'Europe de l'Est

	PIB (en %)			Inflation (en %)			Balance courante (en milliards de \$)		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Russie	7,7	4,0	3,5	20,2	16,0	14,0	44,4	35,0	30,0
Pologne	4,1	3,0	3,5	10,1	6,0	5,0	10,4	- 9,5	- 9,0
Hongrie	5,4	4,0	4,0	9,8	9,0	8,0	-2,0	- 2,0	- 2,0
République Tchèque	2,7	4,0	4,0	3,9	4,0	4,0	- 2,1	- 2,5	- 2,8
République Slovaque	2,1	2,8	3,6	12,2	7,5	6,0	- 0,7	- 0,7	- 0,9

Sources : Consensus forecasts, prévisions OFCE.

## Royaume-Uni : en observation

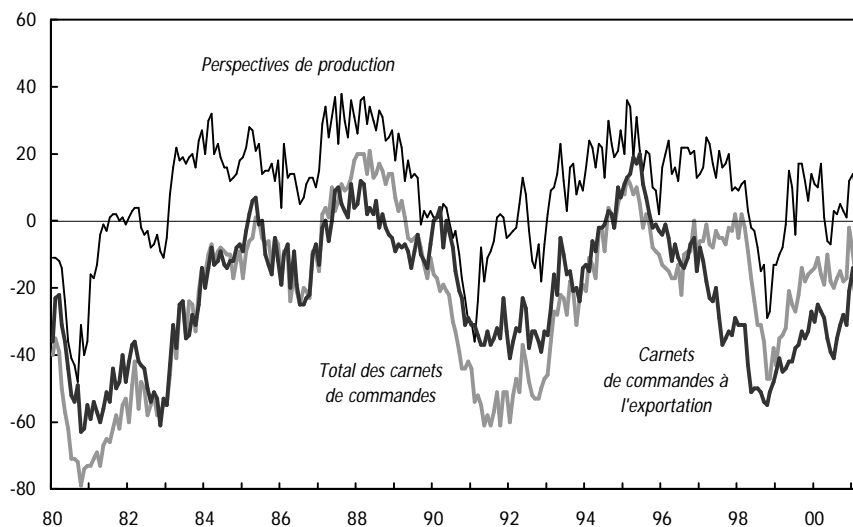
L'économie britannique est entrée dans le troisième millénaire en présentant un bon bilan macroéconomique. Le PIB a augmenté de 3 % en 2000, ce qui porte à huit le nombre d'années ininterrompues de croissance. Le taux de chômage n'était plus que de 3,4 % en février 2001 (un peu plus de 5 % au sens du BIT, soit une baisse de 0,6 point en un an), le niveau le plus bas enregistré depuis septembre 1975. Alors que l'économie est supposée être au plein emploi depuis maintenant plusieurs années, l'inflation reste modérée et continue même de décélérer légèrement. L'indice de prix de référence de la politique monétaire (indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires, RPIX) est passé sous les 2 % au début de l'année, soit un peu moins de 1 % en terme d'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Les finances publiques se sont améliorées plus vite que prévu par le budget. L'excédent budgétaire se monte à 2,1 points de PIB (hors recettes UMTS, 4,4 points sinon) et la dette publique n'est plus que de 42,9 points de PIB. Le solde commercial est déficitaire de 1,4 point de PIB, mais le maintien de la livre à un niveau élevé depuis plusieurs années aurait pu conduire à une dégradation plus forte, sans la compression durable des marges des exportateurs britanniques. La stabilité macroéconomique de ces dernières années est inhabituelle au regard des cycles passés. A la veille d'élections, ce bilan ne peut que satisfaire le gouvernement Blair, élu en 1997, qui avait, avec le retour à l'emploi, fait de la stabilisation du cycle une de ses priorités.

La croissance a cependant freiné à 0,3 % au quatrième trimestre 2000. Ceci résulte en partie d'une forte baisse de la production d'énergie (travaux de maintenance en Mer du Nord), estimée à 0,2 point de PIB et de facteurs climatiques exceptionnels (tempêtes et inondations de l'automne). Bien que l'impact de ces derniers sur l'activité soit difficile à évaluer, la croissance « sous-jacente » est vraisemblablement restée à un rythme proche de 0,7 %. D'ailleurs, la production a augmenté ce trimestre de 0,75 % dans les services, de 0,6 % dans l'industrie manufacturière. Les composantes de la demande étant restées dynamiques, il en est résulté un fort mouvement de déstockage.

L'activité reste principalement soutenue par les services (sur une tendance de 3,5 % en 2000), tandis que la production industrielle, y compris pour sa composante manufacturière, ne parvient à croître que de 1,5 %, après une progression quasiment nulle en 1999. Les opinions des industriels, qui s'étaient améliorées au second semestre 2000 et particulièrement en fin d'année, se sont dégradées en février. Elles restent cependant proches de la moyenne de longue période (graphique 16). Faut-il y voir les signes précurseurs d'un ralentissement de l'activité ? Ce n'est pas certain au regard des évolutions des indices des directeurs d'achat.

## 16. Opinions des industriels sur la production et les carnets de commandes au Royaume-Uni

Soldes d'opinion, en centièmes de points d'écart-type



Source : CBI.

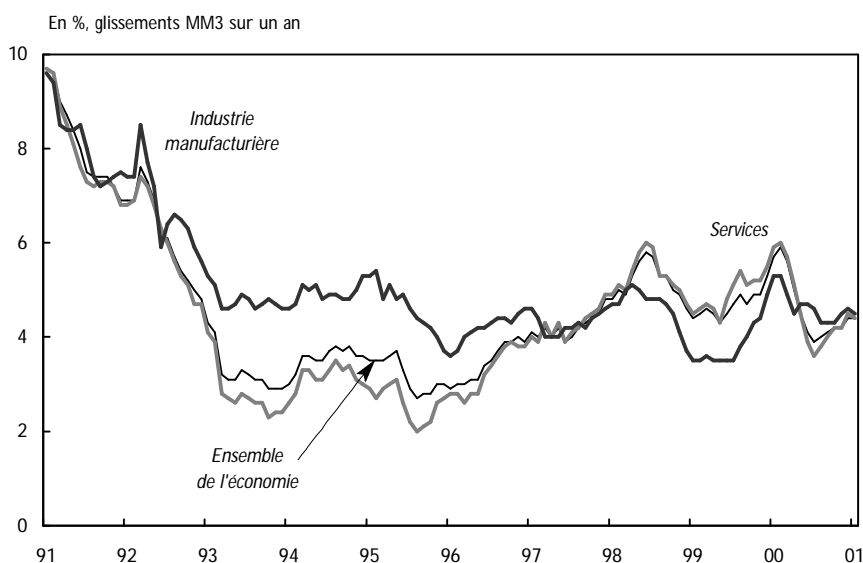
La demande intérieure, qui constitue le principal moteur de la croissance depuis le milieu des années 1990, ne donne pas de signe de ralentissement. Les ventes de détail restent très dynamiques (près de 6 % sur un an en volume en février). Elles indiquent une consommation des ménages toujours soutenue en début d'année. Les dépenses de consommation et d'investissement publics devraient aussi soutenir l'activité, au vu des chiffres inscrits dans le budget 2001. L'enquête de janvier de la CBI fait apparaître un redressement pour le deuxième trimestre consécutif des perspectives d'investissement dans l'industrie, qui restent cependant peu favorables. Au premier trimestre, le PIB devrait connaître un net rebond.

La demande externe serait en 2001 le principal frein à la croissance. Le Royaume-Uni est davantage exposé à un ralentissement nord-américain que ses partenaires d'Europe continentale, du fait du poids plus fort de cette zone dans ces exportations (15 %, contre 10 % en moyenne pour les pays de la zone euro), mais il exporte aussi et surtout vers les pays de la zone euro, qui constituent plus de la moitié de ses marchés, dont environ 12 % pour l'Allemagne et presque autant pour la France. Sous nos hypothèses de croissance, la progression des marchés extérieurs serait en fait globalement similaire au Royaume-Uni et dans les grands pays de la zone euro. Le ralentissement de la croissance envisagé dans notre compte conduirait à une progression des marchés extérieurs de 7 % après 12 % en 2000, ce qui freinerait d'autant les exportations. La compétitivité-prix des produits britan-

niques resterait bridée par le maintien d'un taux de change effectif élevé, malgré la baisse anticipée de la livre, et la tendance à une légère dégradation des parts de marché se poursuivrait.

La Banque d'Angleterre observera avec une grande attention l'évolution de l'environnement extérieur. Après avoir maintenu à 6 % son taux directeur pendant un an, elle l'a abaissé de 0,25 point en février 2001, et devrait procéder à une nouvelle baisse au début du second semestre (de 0,5 point). L'inflation est inférieure de plus de 0,5 point à sa cible, et le risque existe que l'inflation passe d'ici quelques mois sous le seuil de 1,5 % en deçà duquel le gouverneur doit s'expliquer par écrit sur les raisons du manquement à l'objectif central de 2,5 %. Les risques d'une accélération de l'inflation interne apparaissent actuellement limités. Certes, le taux de chômage est particulièrement bas, mais ceci ne s'est pas traduit jusqu'à présent par des tensions sur les salaires. Ceux-ci progressaient à des rythmes annuels de 4,4 % en début d'année, soit une légère accélération (graphique 17). Mais ils progressent nettement moins que l'an passé à la même époque (le versement de primes en début d'année étant susceptible de perturber les comparaisons), et font davantage apparaître un certain rattrapage de l'évolution des salaires dans l'industrie et dans le secteur public, qu'un dérapage dans les services du secteur privé. L'évolution de la productivité conforte l'absence de dérapage des salaires nominaux. Elle progresse d'un peu plus de 2,5 % dans l'ensemble de l'économie et de plus de 4 % dans l'industrie manufacturière.

### 17. Évolution des rémunérations au Royaume-Uni



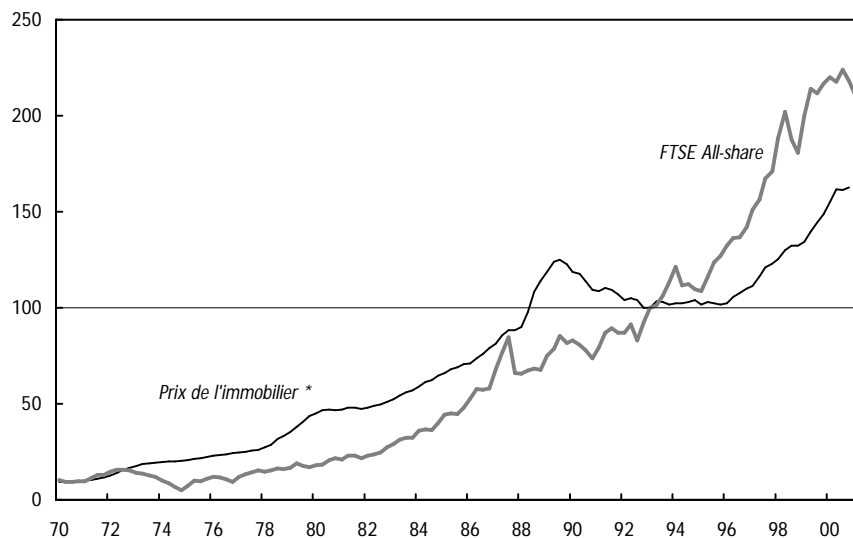
\* Average Earnings Index.  
Source : ONS.



L'évolution des prix des actifs, en premier lieu boursiers, constitue un risque majeur pour la croissance à l'horizon de la prévision, *via* un effet richesse négatif sur la consommation des ménages. Le taux d'épargne a en effet chuté de plus de 7 points de la mi-1997 à la mi-2000, pour s'établir à 3 points au troisième trimestre 2000, soit un niveau particulièrement bas, atteint seulement à la fin des années 1980, avant l'éclatement de la bulle des prix de l'immobilier. Cette fois, les richesses immobilière et financière ont alimenté la consommation des ménages. La richesse des ménages s'est probablement stabilisée en 2000, dans ses deux composantes. L'indice FTSE All-share, qui représente un bon indicateur de l'évolution des prix des actifs détenus par les ménages britanniques, avait nettement moins progressé jusqu'à l'été 2000 que les indices généraux américains ou français, et n'a commencé à baisser qu'en début d'année 2001 (graphique 18). La baisse serait de l'ordre de 5 % au premier trimestre 2001. Les prix de l'immobilier ont décéléré, passant d'un rythme de croissance de 15 % en début 2000 à près de 0 au début 2001. Sous l'hypothèse d'une légère progression des prix de l'immobilier et en l'absence d'un effondrement durable des cours, le taux d'épargne regagnerait un peu plus de 3 points en deux ans.

### 18. Cours boursiers et prix de l'immobilier au Royaume-Uni

T1 1993 = 100



\* Indice Nationwide Anglia  
Source : Thomson Financial/Datastream.

Dans ce contexte international réel et financier pour le moins risqué, la demande publique viendrait à point nommé prendre le relais de la demande privée. Les principaux bénéficiaires des mesures du budget 2001, présenté en mars dernier, seront les familles, priorité étant donnée à la lutte contre de la pauvreté frappant les enfants surtout ceux des familles qui travaillent (augmentation des crédits d'impôts pour enfants), et les retraités (augmentation du minimum retraite et revalorisation de la retraite de base publique en 2001 et 2002). L'imposition au taux minimum de 10 % est élargie. Des mesures portant sur la fiscalité pétrolière, figurant dans le pré-budget de l'automne dernier, vont entrer en vigueur : allègement de la fiscalité des carburants (effet favorable sur l'inflation). Les droits d'accise sur les alcools seront gelés.

L'encouragement au travail reste aussi un objectif de premier plan. L'accès au *New Deal* est élargi. Le gouvernement a décidé de relever le salaire minimum horaire de 3,7 à 4,1 livres en octobre prochain. L'impact sur les prix serait modéré, de l'avis même du CPM. L'entrée en vigueur du salaire minimum, il y a deux ans, n'avait d'ailleurs pas eu d'impact macroéconomique notable. Les dépenses publiques, notamment dans le domaine de la santé et de l'éducation, doivent augmenter de 20 % par an en termes réels entre 2001 et 2003. La politique budgétaire devrait avoir un impact expansionniste de 1,2 point de PIB en 2001 et de 0,6 point en 2002 l'an prochain, après avoir été légèrement restrictive en 2000. Ceci est à mettre d'autant plus au conditionnel que, depuis plusieurs exercices, les dépenses publiques s'avèrent *ex post* plus faibles que prévu dans les budgets.

La croissance serait de 2,6 % en 2001 et de 2,8 % en 2002 (tableau 19)<sup>1</sup>. La contribution du solde extérieur à la croissance resterait légèrement négative, mais le solde extérieur serait pratiquement stabilisé. Les risques associés à cette prévision sont principalement à la baisse. Un environnement international durablement plus dégradé que prévu, et la poursuite de la baisse des prix des actifs boursiers bouleverseraient le maintien d'une croissance relativement équilibrée envisagée dans notre compte.

1. L'impact macroéconomique de l'épidémie de fièvre aphteuse qui s'est déclarée en février 2001 au Royaume-Uni est, au moment où notre prévision s'achève, difficile à mesurer, et n'a pas été intégré dans notre analyse. Le premier secteur directement touché est celui de l'agriculture, mais celui-ci représente moins de 2 % de la valeur ajoutée. Le tourisme est le deuxième secteur directement affecté. Le tourisme rural a d'abord été réduit (interdiction d'événements sportifs, fermeture des sentiers de randonnées, ...). Cependant, à la fin mars 2001, il était question que les restrictions soient progressivement levées. La baisse des recettes de tourisme provenant de l'étranger, notamment des États-Unis, aura peut-être un impact plus important. Les déclarations officielles se sont multipliées pour inciter les touristes étrangers à maintenir leur venue au Royaume-Uni. Les recettes du tourisme étranger étaient en 2000 de 1,5 point de PIB. Les secteurs liés au tourisme (hôtels et restaurants, transports) représentent 8 % de la valeur ajoutée. L'épidémie pourrait avoir un léger impact inflationniste, *via* la hausse des prix de l'alimentation, impact cependant jugé négligeable par le Comité de politique monétaire. L'impact sur la croissance de 2001 pourrait être de 0,3 point de PIB.

### 19. Royaume-Uni : contributions à la croissance du PIB

En points

	2000	2001	2002
Consommation des ménages	2,4	1,9	1,4
Consommation publique	0,5	0,7	0,6
FBCF totale	0,5	1,0	0,8
Exportations de biens et services	2,4	1,6	2,1
Importations de biens et services	3,2	2,0	2,4
Variations de stocks	0,5	- 0,7	0,3
PIB	3,0	2,6	2,8

Sources : ONS (*UK output, income and expenditure*, 4th quarter 2000, 23 février 2001), prévisions OFCE.

## 20. 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					
Dépenses de consommation finale des ménages <sup>1</sup>	532,0	0,7	0,9	1,0	0,7	0,8	0,6	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	4,4	3,6	2,9	2,1
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	148,7	-0,5	1,7	1,2	0,2	1,2	1,2	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	4,0	2,6	4,0	3,3
FBCF	152,4	-1,5	1,4	0,9	1,2	1,6	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	5,2	2,5	5,0	4,3
Variations de stocks, en mrdrs £ 1995	-1,4	0,3	1,1	1,1	-0,2	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	-0,5	-0,3	-0,1	0,1	0,1	-1,4	2,3	-3,2	-0,8
Exportations de biens et services	252,1	1,8	2,6	0,9	1,4	0,9	0,9	1,3	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	4,0	7,4	4,8	6,1
Importations de biens et services	287,7	1,1	3,8	1,4	0,7	1,1	1,1	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	8,1	8,9	5,3	6,2
PIB	795,7	0,3	1,0	0,8	0,3	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	2,3	3,0	2,6	2,8
Solde courant, en points de PIB		-1,5		-1,4		-1,2		-1,3		-1,2		-1,3		-1,3	-1,1	-1,4	-1,3	-1,4

\* A l'exception des lignes « variations de stocks » et « solde courant ».

1. Y compris ISBLSM.

Sources : ONS, prévisions OFCE.

## Zone euro : la résistance de l'intérieur

L'activité dans la zone euro est restée soutenue en 2000 en dépit d'un certain fléchissement de la croissance au second semestre. Celle-ci est ainsi passée d'un rythme annuel de 3,5 % au premier semestre à 3 % au dernier trimestre de 2000. L'augmentation des prix des importations et le durcissement de la politique monétaire ont affecté la demande intérieure. En effet, alors que la modération salariale reste de mise, l'érosion du pouvoir d'achat des ménages a pesé sur leur consommation. Le fléchissement de la demande des ménages et des taux d'intérêt plus élevés ont également affaibli l'investissement des entreprises à la fin de l'année 2000.

Dans un contexte de croissance dynamique du commerce mondial, tant les exportations que les importations ont très fortement augmenté en 2000. La dégradation de l'environnement international détériorerait la contribution du commerce extérieur à la croissance dans les prochains mois. Cependant, la zone euro peut être considérée comme une grande économie relativement fermée. La moitié des exportations des pays membres est réalisée à l'intérieur de la zone. Une bonne tenue de la demande intérieure permettrait ainsi d'alimenter la croissance des exportations intra-zone. En outre, le poids dans les exportations totales de la zone euro de celles vers le reste de l'Europe et les pays de l'Est, deux zones qui ne connaîtraient pas de fort ralentissement en 2001, est important. Ceci atténuerait l'effet d'un affaiblissement des exportations vers l'ALENA et vers l'Asie.

La dynamique industrielle en Europe est déjà affectée par le ralentissement de l'économie mondiale. Les opinions sur les carnets de commandes étrangères se sont détériorées, les perspectives de production se sont repliées, et les stocks sont jugés de plus en plus lourds. Les autres indicateurs cycliques européens (PMI, Ifo, OCDE) se sont détériorés et annoncent tous un ralentissement de l'activité dans l'industrie au cours du premier semestre de 2001. La production industrielle européenne est particulièrement exposée aux variations de la demande étrangère, comme l'a illustré le « trou d'air » du premier semestre de 1999. La production du secteur manufacturier a continué à croître à un rythme supérieur à 5 % aux troisième et quatrième trimestres de 2000. Elle devrait décélérer nettement au début de cette année. La dichotomie entre le moteur de la demande intérieure et l'activité industrielle tirée par les exportations est de nouveau actuelle au début de 2001. Même s'il demeure à un niveau nettement supérieur à la moyenne de longue période, l'indicateur de confiance dans l'industrie s'est détérioré au premier trimestre 2001. Ce sont les perspectives de production et les carnets de commandes étrangères qui se sont le plus dégradés, ce qui augure de futures baisses de l'indice de confiance des industriels.

Les contraintes d'offre et les tensions sur les prix ressenties au cours de l'année 2000 semblent se modérer. Le taux d'utilisation des capacités de production est remonté au cours de l'année 2000 et s'est rapproché de son maximum de 1990. L'accélération des importations alors même que l'euro se dépréciait est également un signe de tensions sur l'appareil productif. D'autre part, les perspectives d'emploi dans l'industrie ont atteint un plus haut historique au cours du dernier trimestre de 2000. Mais le taux d'utilisation des capacités de production s'est stabilisé et devrait à présent baisser. Le retournement de la production devrait modérer les contraintes de capacité dans l'industrie. Aussi, les dépenses d'investissement ralentiraient-elles à court terme.

Au niveau sectoriel, d'importantes disparités doivent être notées. En particulier, les fortes corrections des cours boursiers de TIC ont affecté les conditions du financement des secteurs des télécommunications et des activités informatiques. Ces secteurs pâtissent de la défiance des actionnaires avec la révision à la baisse des profits des entreprises, après la restructuration des opérateurs de télécommunications et suite à l'endettement induit par les licences UMTS. D'autre part, le tassement actuel de l'activité de ces secteurs pose les questions des surcapacités de production et de la saturation du marché, pour la téléphonie mobile notamment.

A l'horizon de la prévision, une reprise de l'investissement est envisageable dans un environnement international plus favorable. La baisse de la fiscalité, de la facture énergétique et la modération des coûts salariaux sont autant de facteurs en faveur d'une croissance solide de l'investissement à moyen terme.

L'emploi continuerait à progresser dans les prochains mois, mais à un rythme plus faible. L'emploi dans les services reste dynamique et dépend peu des conditions extérieures, ce qui devrait permettre une réduction supplémentaire du taux de chômage, qui passerait sous les 8 % en 2002.

Le ralentissement des exportations serait en partie compensé par une reprise de la demande intérieure. L'indicateur de confiance des ménages dans la zone euro s'est maintenu à son maximum historique de février à août 2000. Il s'est détérioré en septembre alors que les prix du pétrole atteignaient un pic, ce qui a engendré des mouvements sociaux dans de nombreux pays européens. Les dépenses des ménages ont alors marqué un coup d'arrêt. Depuis décembre 2000, l'indicateur de confiance se maintient à de très hauts niveaux (graphique 19). Face à un climat des affaires qui se détériore, le moral des consommateurs serait en mesure de résister et les dépenses des ménages se renforceraient grâce aux gains de pouvoir d'achat liés au ralentissement de l'inflation, à une poursuite de la croissance de l'emploi et à un moindre coût du crédit en cours d'année. Le revenu

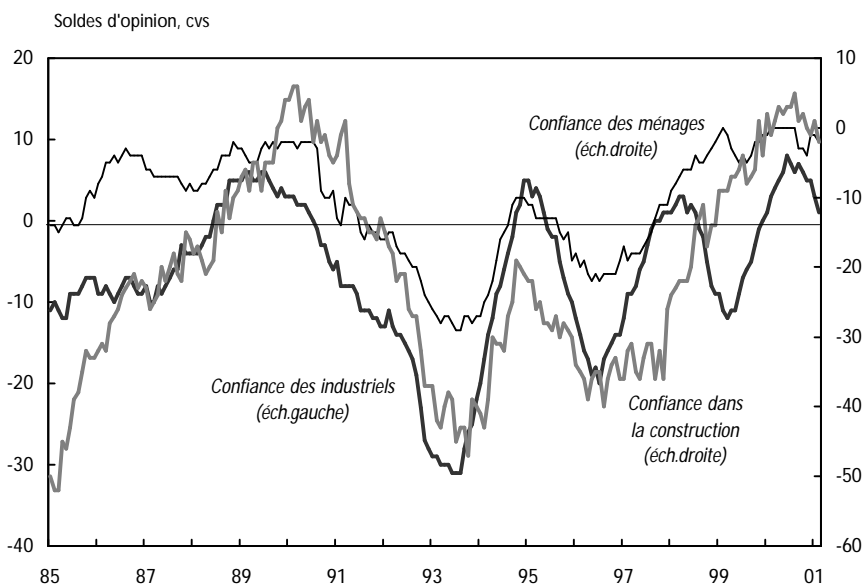
net disponible augmenterait également en raison des allègements fiscaux. Ainsi, la consommation privée serait en 2001 et 2002 un des principaux moteurs de la croissance.

L'inflation se maintenait en début d'année 2001 dans presque tous les pays à un niveau supérieur à l'objectif de 2 % de la BCE. Les hausses de prix de début d'année en Allemagne et aux Pays-Bas s'expliquent par des mesures fiscales spécifiques. Celles-ci ont provoqué directement une hausse de 0,2 % de l'inflation de la zone, qui persistera mécaniquement tout au long de l'année. D'autres facteurs temporaires comme la hausse des prix de l'alimentation sont venus nourrir l'inflation en début d'année. L'inflation de la zone euro a ainsi encore accéléré au mois de février jusqu'à 2,6 %. La poursuite de la modération salariale et le ralentissement de la croissance participeraient à la baisse de l'inflation, tandis que la baisse du prix du pétrole et l'appréciation de l'euro réduiront l'inflation importée.

L'élément clef de notre prévision réside dans la résistance du cycle domestique à la détérioration de la conjoncture mondiale. La consommation privée, puis à moyen terme l'investissement (graphique 20) apparaissent comme des éléments autonomes de soutien de la demande en Europe dans les mois à venir et expliquent la résistance de la croissance de l'économie de la zone euro au ralentissement outre-Atlantique. Le PIB de la zone euro qui progressait à des rythmes trimestriels proches de 1 % au second semestre de 1999 et au premier trimestre de 2000 évolue maintenant à un taux de croissance trimestriel proche de 0,6 % ; il accélérerait légèrement à l'horizon de la prévision. Cependant, par rapport au « trou d'air » de 1999 caractérisé par un affaiblissement de la demande mondiale et par le soutien de la demande intérieure, la marge de baisse du chômage est plus étroite aujourd'hui et donc moins susceptible de soutenir la confiance des consommateurs. En outre, les risques de diffusion de l'inflation aux salaires semblent plus importants aujourd'hui. Toutefois, la remontée de l'euro et la légère baisse du prix du pétrole qui figurent dans notre prévision devraient écarter ce risque et apporter un soutien à la consommation, de façon similaire, bien que plus atténuée, à celui fourni en 1999.

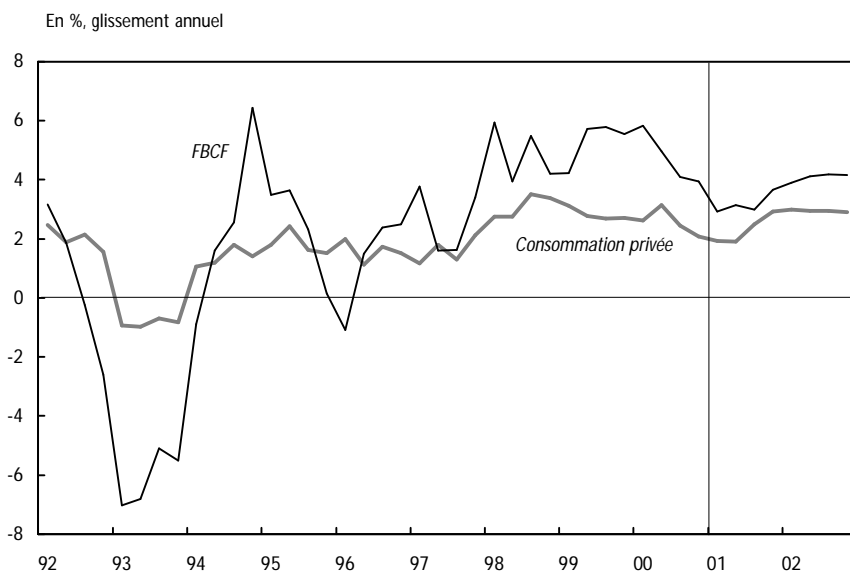
Le risque de ce scénario réside en une demande adressée plus faible que prévu, en particulier si le ralentissement américain est plus profond qu'anticipé et si les désordres financiers privent de financement les pays émergents. Il est aussi en un ralentissement plus net de la FBCF, induit par une certaine désillusion vis-à-vis des TIC, déjà sensible par exemple dans le secteur des télécommunications. Il est enfin dans l'effet de contagion, sur les anticipations des entrepreneurs, que pourrait avoir une récession aux États-Unis alors que la politique économique en Europe serait hésitante et peu disposée à prendre le relais pour impulser la croissance mondiale.

19. Indicateurs de confiance de la zone euro



Source : Commission européenne.

20. Consommation des ménages et investissement dans la zone euro



Sources : Eurostat, prévisions OFCE.



## Disparités en Europe

La consommation des ménages a ralenti dans tous les pays de la zone euro au second semestre de 2000. Les exportations de chaque pays devraient également se tasser dans un contexte de ralentissement du commerce mondial. Cependant, les divergences en terme de croissance, d'inflation ou de situation de l'emploi persistent dans la zone.

Tout d'abord, les pays membres seront diversement affectés par le ralentissement américain en fonction de la part des exportations dans le PIB et de la destination des exportations. Par exemple, l'Irlande apparaît comme un pays très ouvert où les États-Unis deviennent le premier partenaire commercial ; le ralentissement de l'activité y sera plus prononcé. En revanche, l'Allemagne, l'Autriche, la Finlande ou la Grèce, en raison de leur proximité géographique avec d'autres marchés, continueraient à tirer profit de la croissance toujours soutenue des PECO et de la Russie.

L'hétérogénéité de la croissance persiste. On peut ainsi distinguer un groupe de pays à croissance rapide, supérieure à 4 % au cours des dernières années, mais où un essoufflement de la croissance est probable : Espagne, Pays-Bas, Finlande, Grèce, Portugal, Irlande et Luxembourg. Ces pays enregistrent une inflation nettement supérieure à la moyenne. Les tensions sur le marché du travail y sont également de plus en plus importantes, excepté en Espagne. L'activité en France, en Belgique et au Portugal se maintiendrait à un rythme de croissance soutenu, autour de 3 %, tandis que l'expansion de l'économie serait moins rapide en Allemagne, en Italie et en Autriche.

Cinq pays de la zone euro ont un taux de chômage inférieur à 5 % (tableau 21). C'est certainement dans ces pays qu'une inflation salariale est le plus susceptible de se développer. Partout en Europe, certains secteurs comme l'informatique font état de difficultés à trouver de la main d'œuvre et, pour contourner ces tensions sur le marché du travail national, les recherches de main d'œuvre qualifiée en Irlande, aux Pays-Bas ou en Allemagne ont été étendues à d'autres pays. Mais les marchés du travail européens sont caractérisés par une faible mobilité des personnes. En effet, l'hétérogénéité des taux de chômage est encore plus importante au niveau régional. Le taux de chômage reste élevé dans des régions comme l'Italie du Sud, l'Andalousie, la Wallonie ou l'Allemagne de l'Est.

Les disparités d'inflation qui semblaient atténuées pendant la période de désinflation mondiale en 1998 et au début de 1999, sont de nouveau importantes dans la zone euro : les glissements annuels de l'IPCH s'évaluaient entre 1,4 % en France et 4,9 % au Portugal et aux Pays-Bas en février 2001 (tableau 21). Le Portugal, l'Espagne, la Grèce et l'Irlande connaissent une inflation plus élevée justifiée par

un effet de rattrapage de niveau de prix. D'autre part, le Portugal est plus sensible que ses partenaires à l'inflation importée, et l'Irlande connaît des tensions sur certains marchés (l'immobilier par exemple) en liaison avec la demande intérieure très soutenue. Des tensions analogues ainsi qu'un alourdissement de la taxation directe en janvier dernier expliquent l'inflation élevée aux Pays-Bas. Dans les autres pays de l'union monétaire, la propagation du renchérissement de l'énergie s'épuise et l'augmentation des prix à la consommation diminue. Cette évolution devrait se poursuivre et une majorité des pays européens devrait enregistrer une inflation inférieure à 2 % d'ici la fin de l'année.

Dans ces conditions, l'unicité de la politique monétaire pose problème puisque le taux objectif de 4,75 % de la BCE s'applique à des pays où la croissance du PIB nominal est de l'ordre de 8 % (Grèce, Irlande, Pays-Bas) et à des pays où elle est inférieure à 5 % (Allemagne, France, Autriche). La politique monétaire est expansionniste pour les pays en forte croissance et inflation, et relativement restrictive pour des pays à faible croissance et inflation. Théoriquement, ce sont les disparités de politique budgétaire qui devraient corriger cet effet pervers. Le fait est qu'elles ne le font guère (tableau 22). Le *policy mix* de la zone reste à organiser.

#### 21. Dispersions dans la zone euro en 2000

	PIB <sup>1</sup>	Inflation (IPCH, GA) <sup>2</sup>	Production industrielle <sup>1</sup>	Prix à la production (GA) <sup>3</sup>	Taux de chômage harmonisé <sup>3</sup>	Salaire horaire (GA)
Allemagne	2,6	2,5	5,6	3,0	7,8	2,4
Autriche	2,0 *	1,8	6,6		3,7	2,2
Belgique	3,0	2,5	4,8	11,0 *	6,8	1,6
Espagne	3,7	4,0	0,6	5,1	13,7	2,4
Finlande	5,5	2,7	14,2	7,6	9,4	2,1
France	2,8	1,4	2,3	5,3	8,7	2,0 <sup>4</sup>
Grèce		3,5	4,5			1,9
Irlande		3,9	19,0		3,8	
Italie	2,7	2,7	3,5	3,7	9,9	1,7
Luxembourg		2,9	3,1		2,1 **	
Pays-Bas	3,4	4,9	3,4	6,4	2,8 **	2,9
Portugal	3,3 *	4,9	2,1	15,2	4,4	
<b>Zone euro</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>5,3</b>	<b>4,6</b>	<b>8,8</b>	<b>1,8</b>

1. Glissement annuel en T4 2000 sauf \* en T3 2000.

2. En février 2001.

3. En janvier 2001 sauf \*\* décembre.

4. Salaire mensuel.

Sources : Instituts de statistiques nationaux, Eurostat.

## Détente budgétaire

Le déficit public des douze pays de la zone euro est passé de 1,2 point de PIB à 0,8 point en 2000<sup>2</sup>. Cette évolution provient de la composante conjoncturelle du déficit pour 0,4 point de PIB) et de la baisse des charges d'intérêt (pour 0,2 point). La politique budgétaire a été légèrement expansionniste, fournissant une impulsion budgétaire de 0,2 point de PIB.

Les politiques budgétaires dans la zone euro annoncées pour 2001 avaient été dénoncées en 2000 comme pro-cycliques. Elles apparaissent maintenant bienvenues pour soutenir la croissance. L'impulsion budgétaire donnée à l'activité économique dans la zone euro serait ainsi encore positive cette année (tableau 22), la politique redevenant ensuite neutre en 2002. La plupart des pays ont programmé des programmes d'allègements fiscaux, l'Autriche faisant exception. Les politiques budgétaires sont caractérisées par un renforcement des incitations fiscales à l'emploi et à l'investissement. Elles comportent également des baisses d'impôts sur le revenu et des allègements fiscaux spécifiques (éducation, famille). Ces mesures devraient soutenir l'offre et la demande dans un contexte de ralentissement de l'activité. La décennie de politique budgétaire restrictive prend fin. Compte tenu du ralentissement économique, le déficit budgétaire resterait de l'ordre de 0,8 point de PIB en 2001 et se réduirait à 0,5 point en 2002.

### 22. Impulsions budgétaires dans la zone euro \*

En points de PIB

	1999	2000	2001	2002
Allemagne	- 0,8	0,3	0,9	0,0
Autriche	- 0,1	0,3	- 0,5	- 0,5
Belgique	0,5	0,4	0,1	0,0
Espagne	- 0,3	- 0,3	- 0,1	- 0,1
Finlande	0,0	- 0,8	- 0,3	0,5
France	- 0,6	0,2	0,0	0,0
Grèce	1,0	0,1	- 0,2	- 0,4
Irlande	- 1,2	0,7	0,2	0,1
Italie	- 0,1	0,3	- 0,1	- 0,2
Pays-Bas	- 0,9	0,6	1,2	0,6
Portugal	0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,3
<b>Zone euro</b>	<b>- 0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>

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

Sources : OCDE, sources nationales, calculs OFCE.

2. Tous les chiffres de déficit public fournis ici sont calculés hors recettes des ventes UMTS (encadré 6).

Les nouveaux programmes de stabilité présentés fin 2000 faisaient état d'une certaine pause dans l'amélioration des positions budgétaires en 2001, mais aussi d'une réduction plus rapide des ratios de dépenses et recettes publiques rapportées au PIB (tableau 23). Certains programmes incorporant des mesures destinées à soutenir la demande ont été critiqués par la BCE et la Commission européenne car présentant un risque inflationniste. Selon les autorités européennes, les périodes de croissance supérieure au rythme tendanciel devraient au contraire être mises à profit pour générer un surplus budgétaire. Mais, celui-ci peut être incompatible avec un niveau correct de demande. D'ailleurs, tous les pays ont un large excédent primaire structurel, ce qui suffit à assurer la décrue de la dette. Les critiques de la Commission européenne sont peu pertinentes en période de risque de ralentissement économique, compte tenu du niveau de chômage en Europe et de la faiblesse du taux d'inflation. Le programme de stabilité irlandais a été particulièrement critiqué par l'ensemble de ses onze partenaires car son orientation légèrement expansionniste a été jugée incompatible avec le taux de croissance phénoménal de son économie et avec son taux d'inflation. Pourtant, l'Irlande est le pays qui a enregistré les meilleures performances en terme de consolidation budgétaire : son excédent public est de 4,5 points du PIB ; sa dette est passée de 65 % du PIB en 1997 à 39 % en 2000. Ce cas d'école montre qu'une croissance vigoureuse est le meilleur moyen d'améliorer les dépenses publiques.

D'autre part, les hypothèses de croissance des programmes de stabilité sont certainement trop optimistes pour 2001-2002. Alors que les gouvernements avaient auparavant présenté des hypothèses trop prudentes, les objectifs des programmes de stabilité en 2001 et 2002 en terme de solde public seront certainement difficiles à atteindre.

### 23. Résumé des programmes de stabilité 2001 pour la zone euro

En %	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Hypothèses de croissance du PIB	2,5	3,3	3,1	2,9	2,8	2,8
Solde budgétaire (hors UMTS)/PIB	- 1,2	- 0,7	- 0,6	- 0,3	0,0	0,4
Dette publique/PIB	72,3	70,2	67,3	65,6	63,4	60,8
Dépenses publiques/PIB	47,8	47,0	45,8	45,1	44,2	43,5
Recettes publiques/PIB	44,0	43,9	42,9	42,7	42,2	42,1

Sources : Programmes de stabilité nationaux, OFCE.

## 6. UMTS

Dans l'Union européenne, la vente des licences UMTS représente 1,6 point du PIB communautaire. Les recettes atteignent 2,5 points de PIB en Allemagne, 2,4 au Royaume-Uni, alors que dans la plupart des pays, elles sont inférieures à 1 point du PIB. Les premières enchères ont rapporté des sommes colossales à une période où les perspectives de la téléphonie mobile de troisième génération étaient jugées très favorables. Au cours de l'année 2000, la propension à payer les licences s'est fortement réduite. Aux Pays-Bas, en Italie et en Autriche, les enchères, ont été plus difficiles et ont rapporté beaucoup moins qu'au Royaume-Uni et en Allemagne. Le Portugal et la Suède ont décidé de reporter les enchères. Finalement, la Suède, comme la Finlande, a opté pour le « concours de beauté » sans prélèvement sur les opérateurs. En France et en Belgique, l'attribution des licences a lieu en 2001, mais le nombre de candidats (respectivement 2 et 3) est inférieur au nombre de licences disponibles (4). Les recettes d'UMTS sont donc très inégales selon les pays. Sur le plan comptable, Eurostat a décidé que l'attribution des licences doit être traitée comme la vente d'un actif non financier et enregistrée en totalité au moment de l'attribution de la licence. Les ventes de licences effectuées en 2000 ont permis d'améliorer le solde public de l'Union européenne de 1,3 point de PIB.

Plusieurs raisons expliquent la forte baisse de la disposition à payer les licences UMTS. L'échec du WAP, très lent et peu convivial, a montré que les avancées technologiques ne se traduisaient pas nécessairement par des réussites commerciales. Les infrastructures coûteront très cher. La rentabilisation de ces investissements suppose que les consommateurs soient prêts à payer un prix élevé pour des services qui ne sont pas encore clairement définis. D'autres techniques (l'EDGE) pourraient permettre de lancer l'Internet mobile à un coût très inférieur à celui de l'UMTS. Enfin, la chute de la Bourse et l'endettement très élevé des opérateurs de télécommunications réduisent leurs capacités financières. Les agences de rating ont dégradé la notation de la plupart des opérateurs, ce qui accroît le coût de leurs emprunts. De nombreux opérateurs ont décidé de céder une partie de leurs participations pour réduire leur endettement, mais ils le feront au rabais compte tenu du marché, alors que de nombreux achats, effectués en 2000, se sont faits au prix fort. Pour éviter que les difficultés financières des opérateurs de télécommunications ne se transforment en crise bancaire, les autorités monétaires ont appelé les banques à ne pas accroître leurs crédits en faveur du secteur des télécommunications. Si le pire n'est pas certain, il apparaît aujourd'hui qu'un système de prélèvement sur le chiffre d'affaires ou le résultat des opérateurs UMTS aurait été préférable à des licences vendues plusieurs années avant la mise en place effective des services (tableau).

## L'Europe des mobiles

	Abonnés mobiles 11/00 (en millions)	Taux de pénétration (en %)	Croissance 11/99-11/00 (en %)	Nombre de licences 2G (durée en année)	Nombres de licences 3G	Procédé d'attribution	Montant des licences (milliards d'euros)	Revenus totaux licences 3G (milliards d'euros (% du PIB))	Coût par habitant (millions d'euros)
Allemagne	46	55	112	4	6 (20)	E <sup>1</sup>	8,4	50,5 (2,5)	610
Autriche	6	75	58	4	6 (20)	E	0,12	0,832 (0,4)	103
Belgique	5	50	86	3	3 (20)	BC <sup>1</sup>	0,15	0,45 (0,2)	44
Danemark	3	64	27	4	4,5,6 ?	E			
Espagne	24	61	81	3	4 (20)	BC	0,13	0,5 (0,1)	13
Finlande	4	77	21	4	4 (20)	BC			
France	29	48	60	3	2 + 2 (15)	BC	4,95	19,8 (1,4) <sup>2</sup>	330
Grèce	6	56	66	3		E		1,2 (1,0)	113
Irlande	2	61	74	3		BC			
Italie	41	72	42	4	5 (15)	BC et E	2,43	12,2 (1,2)	212
Luxembourg	0	70	51			BC ?			
Norvège	3	73	18	2	4	BC		0,05	11
Pays-Bas	10	66	62	5	5 (15)	E	0,52	2,7 (0,7)	170
Pologne	6	15	68	3	3 (20)	Extension des licences GSM		0,75	19
Portugal	6	63	41	3	4	BC		0,4+0,9 (0,3+0,7)	130
Royaume-Uni	38	64	76	4	5 (20)	E	7,5	37,5 (2,4)	631
Suède	6	72	30	3	4	BC			
Suisse	5	64	59	3	4 (15)	E		0,136	19

1. E : enchères ; BC : « concours de beauté ».

2. A : supposer que les quatre licences soient finalement vendues au prix proposé.

Sources : Idate, Eurostat.

### 7. Selon l'indicateur avancé de l'OFCE, la croissance ralentit dans la zone euro

Avec une hausse du PIB de la zone euro de 3 % au quatrième trimestre 2000 en glissement annuel, la dernière estimation d'Eurostat a fait apparaître un ralentissement sensible de la croissance après le point haut de 3,7 % atteint au deuxième trimestre 2000 (tableau). Ce ralentissement avait été anticipé par l'indicateur depuis plusieurs mois, les facteurs défavorables à la croissance prenant progressivement le pas sur les facteurs de soutien : le recul du climat des affaires dans l'industrie, le durcissement monétaire ainsi que la dégradation de la situation conjoncturelle aux États-Unis, mesurée à travers l'enquête NAPM dans l'industrie, n'ont pu être compensés, côté interne par la reprise dans le secteur de la construction, et côté externe par l'appréciation du dollar et l'amorce de la décline des prix du pétrole.

Croissance du PIB de la zone euro

En %, t/t - 4

	1999				2000				2001	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Eurostat	2,0	2,1	2,6	3,3	3,5	3,7	3,2	3,0	-	-
Indicateur	2,0	2,4	2,5	3,3	3,7	3,8	3,2	3,0	2,75	2,75

Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Selon l'indicateur avancé de l'OFCE, l'économie européenne perdrait encore de la vitesse au premier trimestre 2001, avec une hausse du PIB en glissement annuel de 2,75 %. La première estimation du deuxième trimestre suggère une stabilisation de la croissance au niveau du premier trimestre (graphique 1). Ceci correspondrait à une croissance de 0,7 % au premier trimestre puis de 0,75 % au deuxième.

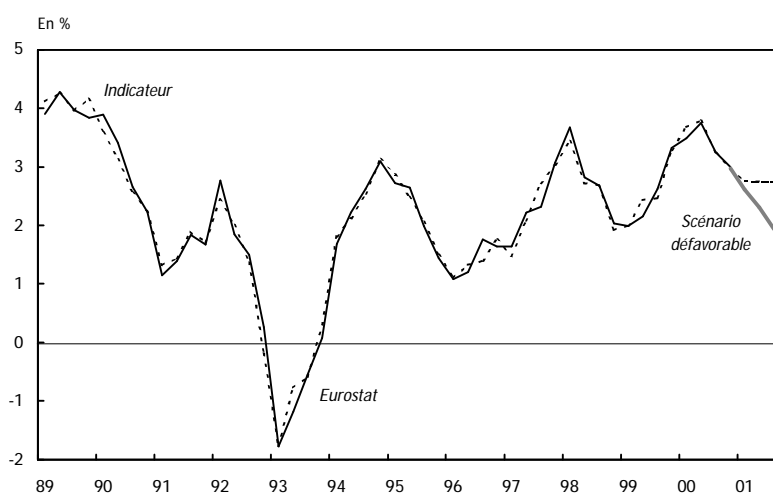
Les facteurs négatifs à l'œuvre depuis deux trimestres continueront à faire sentir leurs effets. Le ralentissement au premier trimestre 2001 est d'abord dû à la détérioration des indicateurs de confiance dans l'industrie. Une autre impulsion négative provient des conditions monétaires : selon nos estimations, la contribution de la politique monétaire à la croissance est devenue négative au quatrième trimestre et le sera encore davantage dans la première partie de cette année. Enfin, la forte dégradation de la situation aux États-Unis, décrite par l'effondrement de l'enquête NAPM en janvier, ne laisse guère d'espoir quant à un soutien par l'économie dominante. Certains facteurs positifs permettront toutefois de contenir le ralentissement. La consommation, appréhendée par les enquêtes auprès du commerce de détail, ne signale aucune dégradation par rapport à la seconde moitié de 2000, probablement sous l'influence des allègements fiscaux dans plusieurs pays. La baisse du prix du pétrole se traduit déjà par une contribution moins négative à la croissance.

La stabilisation du taux de croissance prévu par l'indicateur pour le deuxième trimestre traduit la poursuite de ces tendances : les effets déprimants provenant des enquêtes auprès des secteurs industriels, en Europe et aux États-Unis, ainsi que de la politique monétaire sont compensés par la baisse de la

contribution du prix du pétrole, dont l'effet négatif sur les coûts et le pouvoir d'achat s'atténue, et par les effets retardés de la hausse du dollar au quatrième trimestre 2000. Dans le même temps, les secteurs du commerce et de la construction ne devraient pas pénaliser la croissance.

Pour résumer, l'économie européenne ralentit depuis le niveau très élevé atteint dans la première moitié de l'année dernière. Selon les prévisions de l'indicateur, le maintien de la bonne performance de la demande interne serait à même de contrebalancer les effets défavorables provenant de la faiblesse de l'économie américaine, pas complètement encore apparente. Néanmoins, la prudence s'impose dans la mesure où l'indicateur pourrait sous-estimer les effets du ralentissement américain ; la faible performance de l'économie allemande au quatrième trimestre 2000 pourrait préfigurer le ralentissement dans la zone euro. L'économie européenne expérimente à la fois le premier choc pétrolier de la décennie, la fin de la bulle boursière, le doute sur l'impact des TIC et la fin de la période d'expansion la plus longue de l'économie américaine, éléments qui, de par leur caractère exceptionnel, pourraient ébranler la confiance encore reflétée par les enquêtes.

### 1. Glissement annuel du PIB de la zone euro

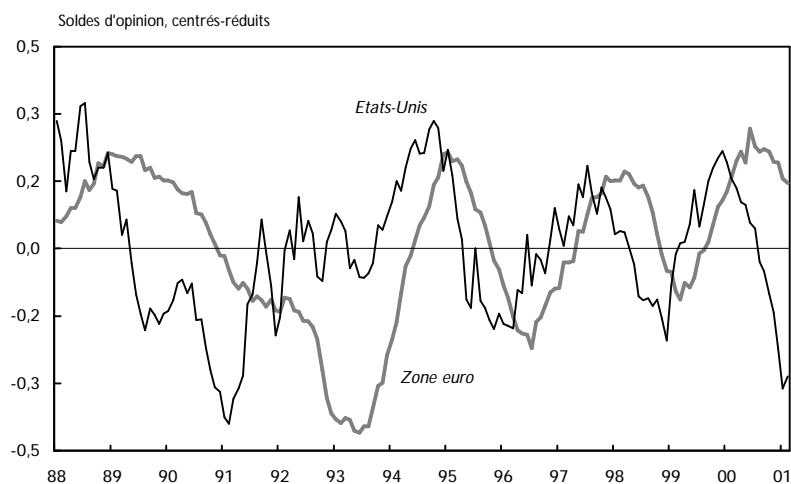


Sources : Eurostat, calculs OFCE.

La prise en compte d'un impact plus prononcé du ralentissement américain en Europe conduirait ainsi à minorer assez nettement ces prévisions. Après les phases de désynchronisation conjoncturelle, qui ont vu les États-Unis entrer en récession en 1990 au moment où l'Europe bénéficiait de la réunification allemande, puis sortir de la récession en 1991 au moment où l'Europe y entrait, les conjonctures de part et d'autre de l'Atlantique paraissent plus corrélées depuis 1994 : les enquêtes européennes dans l'industrie répondent étroitement aux fluctuations de l'enquête NAPM (graphique 2). La prévision du facteur industrie dans la zone euro, nécessaire jusqu'en juin pour calculer l'indicateur au deuxième trimestre 2001, est purement autorégressive et n'incorpore pas cette liaison. De fait, il subsiste un risque baissier sur la prévision, qu'il convient de souligner.



## 2. Facteurs d'enquête industrie aux États-Unis et dans la zone euro



Sources : Eurostat, NAPM, calculs OFCE.

Au vu du très bas niveau atteint par l'enquête NAPM en janvier, il semble que le facteur d'enquête dans l'industrie européenne demeure actuellement en surplomb, comme ce fut le cas par deux fois dans le passé récent, lors des pics conjoncturels du début 1995 et de la mi-1998. A supposer que le schéma observé depuis 1994 s'applique encore dans les prochains mois, un repli violent ne peut être exclu à brève échéance. L'évaluation de ce potentiel d'ici au mois de septembre a été effectuée à l'aide d'un modèle VAR ayant comme composantes les deux facteurs ; il conduirait, à l'horizon de septembre, le facteur zone euro à un niveau voisin de celui enregistré au début de 1999.

En reprenant la prévision des variables avancées effectuée par ailleurs pour le premier trimestre 2001, et en prolongeant par une équation autorégressive le facteur commerce (avec un point d'arrivée fin septembre voisin de celui d'aujourd'hui), on peut chiffrer en terme de croissance ce scénario défavorable à l'horizon du troisième trimestre 2001.

La révision à la baisse des prévisions surviendrait dès le premier trimestre 2001, avec un taux de variation du PIB en glissement annuel de 2,6 %. En effet, la prévision du facteur d'enquête au mois de mars à l'aide de l'enquête NAPM est déjà plus basse qu'avec l'équation autorégressive (le mauvais indice de l'IFO publié fin mars pour l'industrie allemande va d'ailleurs dans ce sens). Pour le deuxième trimestre, la prévision serait de 2,3 %, en retrait de 0,45 point par rapport au scénario central et au troisième trimestre elle s'établirait à 1,9 %. Les taux de variation trimestriels du PIB seraient de 0,6 %, 0,5 % et 0,2 % sur les trois premiers trimestres 2001, portant l'acquis de croissance au troisième trimestre à 2,1 %.

En plus de l'hypothèse d'une dégradation sensible de l'enquête industrie d'ici à septembre, la croissance dans la zone euro pâtirait d'un affaiblissement sensible de la contribution du taux de change du dollar, cette dernière passant d'un maximum de 0,6 point au deuxième trimestre à 0,2 point au troisième. Enfin, note positive, la contribution négative du prix du pétrole s'annulerait au troisième trimestre 2001.

## 24. Zone euro : 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	1999	2000	2001	2002
Consommation des ménages	3351,6	0,8	0,8	0,2	0,4	0,6	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	2,8	2,6	2,4	2,9
Consommation publique	1166,3	0,6	0,3	0,1	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	1,6	1,5	1,6
FBCF totale	1273,7	1,8	0,6	1,1	0,4	0,8	0,8	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	5,3	4,7	3,3	4,1
Exportations de biens et services	2047,5	2,9	2,0	2,8	3,4	1,5	1,4	1,4	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	4,8	11,7	8,3	6,8
Importations de biens et services	1961,8	2,2	2,3	2,6	3,3	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	6,6	10,3	8,3	7,0
Variation de stocks	26,8	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1
PIB	5904,0	0,9	0,8	0,5	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	2,5	3,4	2,6	2,9
Prix à la consommation		0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	1,1	2,3	2,2	1,8
En glissement annuel		2,1	2,4	2,8	2,6	2,4	2,1	1,9	1,9	1,7	1,8	1,9	1,9	1,7	2,6	1,9	1,9

\* A l'exception de la ligne « variations de stocks » en points de PIB.

Sources : Eurostat, Instituts de statistiques nationaux, OFCE, prévisions OFCE.

## Allemagne : le dernier wagon de la zone euro

Derrière des performances de croissance honorables pour l'ensemble de l'année 2000 (3,1 % en moyenne pour le PIB par rapport à 1999), l'Allemagne est le pays de la zone euro qui a le plus ralenti au second semestre 2000 (1 % de croissance contre 2 % au premier semestre). A l'exception des stocks, toutes les composantes ont participé à ce ralentissement.

La consommation des ménages a connu un net coup d'arrêt (0,4 % au second semestre par rapport au premier semestre, avec une baisse de près de 0,4 % au troisième trimestre). La consommation publique a reculé de 0,4 % au second semestre, mais cette composante connaît depuis plusieurs années un profil heurté. Pour l'ensemble de l'année, les dépenses de consommation des administrations publiques ont malgré tout dépassé les intentions affichées dans le programme de stabilité (1,4 % contre 0,5 % affiché). L'investissement en bâtiment a repris sa baisse alors que le recul engagé en 1995 avait été momentanément stoppé en 1999 en raison des aides fiscales (notamment l'abaissement du seuil de revenu pour l'aide à l'accession à la propriété). La baisse de 2000 a été d'autant plus forte que la correction des achats anticipés de 1999 se greffe sur des tendances de fonds toujours déprimées, en particulier dans le secteur locatif. L'investissement en équipement, particulièrement dynamique au premier semestre, l'a été un peu moins dans la seconde moitié de l'année. L'annonce de la baisse du taux d'imposition des bénéficiaires et du durcissement des amortissements en 2001 plaident pour des achats anticipés de biens d'équipement avant la fin de l'année fiscale 2000. Ils n'ont pas été observés. Un sursaut en début d'année 2001 de l'investissement en équipement n'est pourtant pas à exclure. Certains achats ont pu être commandés et facturés en fin d'année, avoir contribué au fort gonflement des stocks, avant de se retrouver en investissement début 2001. Par ailleurs, les commandes intérieures en biens d'équipement sont restées sur une tendance très dynamique toute l'année 2000 et, à l'automne, les industriels ont révisé à la hausse leurs plans d'investissement pour 2000. La contribution des échanges extérieurs à la croissance, de près de 0,8 point au premier semestre, a été nulle au second semestre. Au premier comme au second semestre, la croissance des exportations de marchandises est restée cependant très dynamique, proche de 12 % en rythme annuel. Les exportations ont été tirées par la zone euro, tout particulièrement la France et l'Italie, mais aussi par l'Europe de l'Est ainsi que les États-Unis. C'est l'accélération des importations qui explique la contribution nulle des échanges extérieurs. A la différence de la France, cette accélération résulte moins de fortes tensions sur les capacités que d'une correction d'un très faible premier semestre.

De toutes les composantes de la demande, c'est la consommation privée qui a le plus surpris par l'ampleur de son ralentissement. Elle a plus souffert en Allemagne que dans les autres pays de la zone euro de l'accélération de l'inflation induite par l'augmentation des prix de l'énergie.

Quatre raisons peuvent être évoquées pour expliquer le peu de dynamisme de la consommation. La première tient à la faiblesse des créations d'emplois. La reprise a été plus tardive et le rythme de créations d'emplois reste plus faible que chez ses partenaires. En outre, près de 80 % des emplois créés depuis 1998 sont des petits *boulots*, d'une très faible durée de travail, et qui génèrent peu de revenus. En 2000, l'emploi total a progressé de 1,7 % mais de 1 % en équivalent temps plein. Pour une part, ces évolutions sont le reflet des problèmes spécifiques que connaissent encore certaines branches. L'emploi dans le bâtiment, qui représente près de 7 % de l'emploi salarié, a reculé de 3 % en 2000. Pour une autre, elles résultent d'une réaccélération des gains de productivité en 2000, tout particulièrement dans l'industrie. A croissance équivalente à celle de la France (3,1 % contre 3,2 % en France), le contenu en emplois de la croissance allemande a été beaucoup plus faible en 2000.

La deuxième tient à la modération salariale engagée en 1996. Elle a permis aux entreprises de restaurer une compétitivité fortement dégradée pendant la première moitié de la décennie. En relançant les négociations tripartites à l'automne 1998, la nouvelle coalition au pouvoir a fait de la lutte contre le chômage un objectif prioritaire. A la différence d'autres pays, l'Allemagne n'a pas mis en place de subvention pour favoriser l'emploi des travailleurs. Le débat sur l'introduction d'un crédit d'impôt pour les bas salaires est présent<sup>3</sup>, mais les expériences pilotes restent encore isolées et ne connaissent qu'un succès mitigé. Le principal instrument de lutte contre le chômage reste de fait la modération salariale. Cela s'est traduit dans la plupart des branches en 2000 par des augmentations pluriannuelles modérées (1,9 % en 2000, 2,1 % en 2001 pour le salaire horaire conventionnel). L'engagement d'une spirale inflationniste consécutive au choc pétrolier est évité, mais il en est résulté une faible progression du pouvoir d'achat des ménages en 2000.

Le troisième facteur tient à la politique budgétaire. La deuxième étape de la réforme fiscale s'est certes traduite par des allègements nets de fiscalité pour les ménages en 2000, mais le gouvernement a aussi mis en œuvre un programme d'économies destiné à freiner les dépenses du budget fédéral. Ces économies ont pour une bonne part été supportées par les ménages (indexation des pensions de retraites sur les prix et non sur les salaires nets, restriction de l'aide sociale aux personnes ayant épuisé leurs droits aux allocations chômage, compressions de personnel dans les administrations), si bien que la politique budgétaire n'a été que légèrement expansionniste en 2000.

3. Sinn H.W. : « Sozialhilfe versus Earned Income Tax credit », *Ifo Schnelldienst*, 1/2001.

Le quatrième facteur tient à l'évolution du taux d'épargne des ménages. En 1998 et 1999, la baisse du taux d'épargne constatée depuis le début des années 1990 s'est ralentie avec l'accélération des revenus. En 2000, les ménages allemands ont en partie compensé les pertes de pouvoir d'achat par une baisse du taux d'épargne, mais celle-ci a été d'une ampleur modérée (- 0,3 point en moyenne sur l'année).

Comme dans tous les pays de la zone euro, la capacité à s'émanciper du ralentissement de l'économie américaine sera déterminante pour la tendance des prochains mois. Le maintien d'une dynamique européenne portée par les échanges intra-zone repose beaucoup sur la résistance des demandes intérieures. En Allemagne, cela passera essentiellement par les allègements de fiscalité.

En 2001, la croissance des importations américaines serait de 3,3 % au lieu de 13,9 % en 2000. Il en résulte une baisse de 1 % des débouchés allemands. Au premier trimestre, les exportations allemandes bénéficieront encore, compte tenu des décalages habituels, du rythme des entrées de commandes étrangères, soutenu jusqu'à la fin de l'année 2000. L'Allemagne tirerait encore parti d'un niveau de tensions sur les capacités de production manufacturière parmi les plus faibles de la zone euro à la fin 2000. Au-delà, l'impact du ralentissement américain sur les exportations allemandes sera d'un ordre de grandeur équivalent à celui de la France et de l'Italie. Les zones en fort ralentissement en 2001 (Asie et ALENA) ont un poids équivalent dans les exportations de ces trois pays, dont les spécialisations par produit sont désormais assez proches. Par contre, le poids de l'industrie tant dans la valeur ajoutée que dans l'emploi reste toujours légèrement plus élevé que dans la moyenne de la zone euro, ce qui devrait se traduire par une répercussion un peu plus forte sur le PIB.

Pour la première fois depuis la réunification, la politique budgétaire jouera en 2001 un rôle contra cyclique, ceci grâce à la baisse des prélèvements obligatoires. Le programme de stabilité prévoit en effet une poursuite à moyen terme du contrôle des dépenses publiques, tant d'investissement que de consommation publique. Les allègements de fiscalité se montent à 29 milliards de DM pour les ménages, à 16 milliards pour les entreprises. L'impulsion budgétaire serait de 0,9 point de PIB en 2001. L'effet du recul du prix du pétrole dans le courant de l'année 2001 sera contrebalancé par des augmentations de taxes intervenues en début d'année (relèvement de la redevance télévision, de la vignette automobile et de l'éco-taxe), qui ont majoré l'indice des prix de près de 0,5 point en janvier 2001. L'impact positif de la réforme fiscale sur la consommation pourrait cependant n'être visible qu'à partir du deuxième trimestre. L'indice de confiance des consommateurs, qui s'était moins redressé en fin d'année 2000 que dans la zone euro, s'est détérioré en février 2001. Cette dégradation provient essentiellement de l'opinion sur le chômage, cohérente avec l'augmentation du nombre

de chômeurs (+ 10 000) entre décembre 2000 et février 2001. Le ralentissement du rythme des créations d'emplois de la fin 2000 se prolongerait au début de 2001. Les intentions d'épargne restent par ailleurs élevées. La présente prévision se base sur une reprise modérée de la consommation au premier trimestre 2001, plus nette par la suite.

L'impact de la réforme fiscale sur l'investissement en 2001 serait limité. Dans l'enquête d'automne, les projets d'investissement sont moins dynamiques en 2001 qu'en 2000. Depuis avril 2000, les perspectives de production dans l'industrie ont été constamment orientées à la baisse. Au départ, cette révision des perspectives répondait au ralentissement de la consommation. Elle était propre à l'Allemagne. Au début de l'année 2001, la nouvelle baisse des perspectives répond plus à la détérioration des perspectives d'exportation. La forte remontée du taux d'investissement constatée depuis le début 1998 a permis d'accélérer la croissance des capacités de production et de modérer les tensions sur les capacités. Plusieurs éléments plaident pour une hausse ultérieure, mais plus modérée, du taux d'investissement. Les conditions de profitabilité sont aujourd'hui bonnes. La croissance des capacités est de l'ordre de 2,6 % dans la branche manufacturière, si bien que la reprise de la consommation se traduirait rapidement par une réduction des marges de capacité. Même plus modérée qu'en 2000, une remontée de 0,2 point du taux d'investissement en équipement aurait une contribution positive de 0,4 point à la croissance en 2001.

L'Allemagne se distinguerait toujours au cours des prochains mois par un secteur du bâtiment déprimé. Les permis de construire restent orientés à la baisse, le climat général dans le secteur du bâtiment ne connaît encore aucun redressement. La clémence du climat en début d'année pourrait atténuer la chute début 2001, mais la contribution de l'investissement en bâtiment resterait encore négative en 2001. À terme, la baisse des taux hypothécaires, et l'augmentation du pouvoir d'achat permettraient au secteur de renouer avec des évolutions plus positives dans le courant 2001 et surtout en 2002.

L'économie allemande connaîtrait une croissance modérée en 2001, de l'ordre de 2,1 %. Le rythme de croissance s'accélérait en 2002, pour passer à 2,5 %. Cette accélération résulterait pour beaucoup des dépenses de consommation. Il n'est pas impossible que les négociations salariales débouchent en 2002 sur des rattrapages salariaux, d'autant que la position des syndicats serait renforcée par l'amélioration de la situation du marché du travail. L'accélération du revenu des ménages resterait cependant modérée par rapport à 2001, notamment parce que la réforme fiscale ne prévoit aucune nouvelle étape avant 2003. La contribution des échanges extérieurs à la croissance serait nulle : la remontée de l'euro se traduirait par une stabilisation des parts de marché, tandis que le dynamisme de la demande intérieure tirerait les importations.

25. Allemagne : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrd de DM 1995	Variations par rapport à la période précédente, en %*															
		2000				2001				2002							
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Consommation des ménages	2129,1	0,1	1,5	-0,4	0,1	0,4	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,5	1,7	1,6	2,6
Consommation publique	706,7	1,7	-0,2	-0,6	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	1,4	0,8	1,0
FBCF totale	833,8	1,6	0,0	0,8	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	2,9	3,0	1,5	3,0
Dont : équipement	309,6	6,1	0,9	3,1	0,4	1,1	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	6,2	9,9	4,7	4,4
bâtiment	479,2	-1,3	-0,8	-0,9	-0,9	-0,2	-0,1	0,0	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,1	-2,1	-1,5	1,5
logiciels, autres	45,0	2,5	1,3	1,1	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	12,4	9,7	7,4	6,1
Exportations de biens et services	1126,3	4,4	2,8	2,8	4,5	2,0	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	4,6	14,0	10,2	7,0
Importations de biens et services	1096,0	2,2	3,2	2,6	5,5	1,2	1,7	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	1,8	7,8	10,8	10,4	7,3
Variations de stocks, en mrd DM 1995		1,7	5,9	8,9	12,0	11,0	12,5	14,0	15,0	15,0	14,5	14,5	14,5	23,0	28,4	52,5	58,5
PIB	3722,7	1,0	1,2	0,3	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,7	0,7	1,4	3,1	2,1	2,5
Prix à la consommation		0,6	0,3	0,7	0,7	0,8	0,2	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,6	2,0	2,0	1,2
Solde courant, en points de PIB		-0,7		-1,6		-0,6		-1,4		-1,4		-1,3		-0,9	-1,1	-1,0	-1,3

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

## Italie : pas de crise après la reprise

En 2000, grâce à la meilleure performance de croissance depuis 1995 (2,9 %) l'écart de croissance entre l'Italie et la zone euro s'est réduit pour la deuxième année consécutive, passant de 1 point en 1998 à 0,5 point en 2000. Cela a été permis par une progression inattendue de la consommation privée (2,9 %), par la vigueur de l'accumulation, ainsi que par la forte progression des exportations, tirées par des gains de compétitivité sur les marchés hors zone euro. La demande intérieure a été freinée par la forte réduction des stocks après trois ans d'accumulation continue. Mais la phase d'expansion commencée au second semestre 1999 a atteint un pic au premier trimestre 2000. La bonne performance annuelle est à mettre principalement au compte d'un premier semestre très dynamique (1,6 %), le second ayant connu un net ralentissement (1,1 %) imputable à une plus faible contribution de la consommation des ménages et à un ralentissement de l'investissement.

Le climat de confiance et les anticipations de production des industriels sont en baisse depuis juin. La baisse des soldes d'opinions sur les nouvelles commandes et les perspectives d'exportation augure d'une poursuite du ralentissement de la demande, autant interne qu'étrangère, au premier trimestre 2001. Ceci est confirmé par la baisse de l'indice de la production industrielle en janvier (- 1,8 %). La croissance italienne suivrait le ralentissement de la conjoncture européenne en 2001 pour redémarrer en 2002, tirée par une plus forte contribution de la demande intérieure.

Le rythme soutenu de l'investissement depuis 1998, n'a pas suffi, notamment à partir du second semestre 1999, à garantir un rythme de croissance des capacités de production équivalent à celui de la production industrielle. En 2000 les entreprises ont répondu à la reprise de l'activité et aux tensions croissantes en accélérant l'investissement et en réorientant sa destination, de la rationalisation à l'augmentation des capacités. L'investissement s'est montré plus dynamique que dans la moyenne de la zone euro, notamment dans sa composante productive (7,1 %). Cependant le taux d'utilisation des capacités a atteint un niveau plus élevé que lors des reprises de 1995 et de la fin de 1997, même s'il est resté plus faible que celui de ses partenaires européens, notamment la France. Du fait de l'effort d'accumulation accompli dans les dernières années et de la reprise plus tardive de l'économie italienne, l'investissement a répondu immédiatement au repli de la demande et à la dégradation du climat dans l'industrie. Le ralentissement de la FBCF au second semestre (à 1,3 %) confirme la révision à la baisse des prévisions d'investissement dans la dernière enquête d'automne. Le taux d'utilisation des capacités a



reculé au premier trimestre 2001. Comme dans le reste de la zone euro, la FBCF ralentirait en 2001 pour rebondir en 2002 avec la reprise de la demande. Les conditions de rentabilité des entreprises sont favorables. Le taux de marge a atteint un niveau très élevé. La fiscalité soutiendrait l'accumulation grâce à la baisse de l'impôt sur les sociétés et à l'extension du mécanisme de la *Dual Income Tax*. La décélération de la FBCF en bâtiment, après une deuxième année de croissance positive (+ 3,6 % en 2000) se poursuivrait du fait de moindres grands travaux publics.

En 2000 la baisse du taux d'épargne (- 2 points) pour la quatrième année consécutive a permis la progression très rapide de la consommation des ménages. Le dynamisme de la consommation de biens durables (5,3 %) a été soutenu par les immatriculations, qui ont dépassé leur niveau de 1997 (dopé par l'introduction de la *Prodette*). Mais la ponction pétrolière (+ 0,7 point de hausse de l'IPCH en 2000) a plus que compensé l'effet positif du bonus fiscal de fin d'année et la consommation s'est essouffée au dernier semestre 2000 (à 1,0 %). Le revenu disponible réel des ménages a toutefois augmenté en 2000 (+ 0,6 %) pour la première année depuis 1997, profitant d'une accélération des créations d'emplois (+ 1,9 %) et d'une progression du salaire nominal unitaire (+ 3,1 %) supérieure à celle des principaux pays européens. Mais la faiblesse de la consommation semble se confirmer au premier trimestre 2001 avec la forte baisse des immatriculations en février et une plus grande prudence dans les intentions d'achat des consommateurs dans l'enquête de mars. De plus, après sa forte progression depuis 1998, qui avait permis la baisse significative du taux d'épargne, le crédit à la consommation a décéléré (de 21,6 % en 1999 à 13,2 % en 2000) et le crédit logement a marqué un net ralentissement au second semestre 2000. Avec l'accélération du revenu disponible réel des ménages (+ 2,2 % en 2001 et en 2002) il en résulterait une stabilisation de la propension à consommer et une consommation encore peu dynamique en 2001 et en 2002. La baisse du prix du pétrole a été compensée par la hausse des prix réglementés, qui a induit depuis l'automne un différentiel d'inflation de 0,2 point avec la zone euro (2,7 % pour l'IPCH en février). Ce facteur pèse sur l'évolution des prix en 2001 et la persistance d'un différentiel d'inflation sous-jacente avec la zone euro (0,6 point) pèse encore sur le pouvoir d'achat des ménages italiens, malgré la plus forte progression des rémunérations salariales (3,4 % en 2001 et 3,0 % en 2002). Contrairement à l'Allemagne, mais pas autant qu'en France, les créations d'emplois restent dynamiques en Italie (1,5 % en 2001 et 1,3 % en 2002).

La croissance des exportations a été très soutenue en 2000. Même si elle a été moins dynamique que dans la moyenne de la zone euro, elle a néanmoins suffi à stabiliser les parts de marché de l'Italie. Les

marchés hors zone euro, en particulier les États-Unis et l'Asie, ont tiré les exportations notamment des biens d'investissement (31,7 % des exportations) et des biens de consommation plus traditionnels, dont les ventes ont renoué avec les niveaux antérieurs à la crise asiatique. Les gains de compétitivité ont été réalisés par une répercussion partielle sur les prix (7,7 %) de la dépréciation du change effectif (13,4 %). La dynamique des exportations vers la zone euro a été plus faible en raison d'une dégradation de la compétitivité des produits italiens, notamment vis-à-vis de l'Allemagne. Malgré l'accélération de la productivité, le coût du travail par unité produite a crû plus rapidement en Italie que dans la moyenne de la zone euro. Le ralentissement du cycle d'investissement affecterait autant les exportations italiennes que celles de ses partenaires européens du fait d'une structure par zone et d'une spécialisation par produit similaire. Mais la plus forte hausse des coûts unitaires (1,9 % en 2001 et 1,3 % en 2002) induirait des pertes des parts de marché en 2001. La hausse des importations en 2000 (8,3 %) a été soutenue par l'accélération de l'investissement et de la consommation des ménages, ce qui s'est traduit par une accélération du taux de pénétration. Une grosse partie de la croissance des importations est imputable aux achats de biens d'équipement et de biens de transport. L'affaiblissement de la demande intérieure et un tassement des besoins d'équipement des ménages induiraient un ralentissement des importations en 2001 (6,6 %) et une remontée en 2002 (7,0 %) avec l'accélération des tensions sur l'offre.

Le choc pétrolier, d'abord, et le ralentissement de l'économie américaine, ensuite, auront entravé la capacité de croissance de l'économie italienne en 2000 et 2001 et empêché à la majorité actuelle de se présenter à l'échéance électorale de mai avec un bilan plus positif. Toutefois la reprise de gains de pouvoir d'achat des ménages et le dynamisme de l'investissement montrent que l'économie italienne dispose des ressources nécessaires pour élever son potentiel de développement en 2002.

Achévé de rédiger le 21 mars 2001

26. Italie : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrd de ITL 1995	Variations par rapport à la période précédente, en %*															
		2000				2001				2002							
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Consommation des ménages	1148203	0,9	1,0	0,3	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	2,3	2,9	2,2	2,4
Consommation publique	338263	0,5	0,1	0,3	0,5	0,5	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	1,6	1,7	1,3	1,0
FBCF totale	378530	2,0	1,2	0,6	0,1	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	4,6	6,1	3,6	5,1
Variations de stocks	21993	-0,1	-0,2	-1,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,4	-1,0	-0,5	-0,1
Exportations de biens et services	535886	-0,1	2,3	7,3	1,4	1,2	1,3	1,2	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0	0,0	10,2	8,5	6,7
Importations de biens et services	515811	-0,8	4,2	2,3	-0,2	2,0	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	5,1	8,3	6,6	7,0
Solde extérieur	1886989	0,2	-0,5	1,5	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-1,3	0,6	0,7	0,1
PIB	1907064	1,1	0,2	0,6	0,8	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	1,6	2,9	2,5	2,7

\* A l'exception des lignes « variations de stocks » et « solde extérieur », contributions en points de PIB.  
Sources : Istat, prévisions OFCE.