

# LETTRE DE L'OFCE

Observations et diagnostics  
économiques



N° 204 — Lundi 9 avril 2001

## APRÈS LA BULLE...

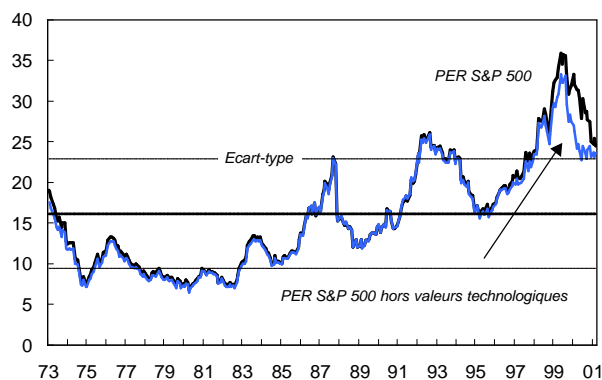
*Perspectives 2001-2002 pour l'économie mondiale \**

En 2000, la croissance de l'économie mondiale a atteint 4,7 %, soit la meilleure performance depuis 1988. Après un premier semestre euphorique, l'activité a cependant montré des signes de faiblesse au second semestre, en particulier aux États-Unis, au Japon, en Allemagne. Le scénario retenu ici 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 de la demande américaine et asiatique. Le prix de l'énergie resterait à un niveau relativement élevé. La remontée de l'euro serait limitée. La croissance mondiale ralentirait nettement à 3,1 % en 2001 puis remonterait à 3,7 % en 2002 (tableau 2).

La plus grande incertitude vient des États-Unis. Deux scénarios peuvent être envisagés. Celui, dit en V, considère que les gains de productivité induits par les technologies de l'information et de la communication (TIC), l'essor de la demande de nouveaux biens de consommation et d'investissement et le retour du *leadership* américain en matière d'innovations technologiques sont bien réels : la croissance potentielle est passée de 2,25 % l'an à 3,5 %. Le ralentissement actuel correspond à une pause cyclique, facilement curable par un *policy mix* bien adapté. L'autre scénario, dit en L, suppose que la « nouvelle économie » a provoqué l'émergence d'une bulle réelle et financière. Des anticipations excessives de rentabilité et de croissance élevées dues à l'utilisation des TIC ont dopé l'investissement et conduit à des surcapacités que le ralentissement va faire apparaître. De même, l'irréalisme des hausses de profit anticipées au cours des dernières années rend inévitable une forte chute de la Bourse pour ramener le PER à un niveau soutenable (graphique). L'économie américaine entre dans une phase prolongée de marasme, en raison d'une forte hausse du taux d'épargne des ménages et d'une baisse de l'investissement. Le dollar baisse

fortement quand les marchés cessent d'escompter de forts profits aux États-Unis. Cette baisse propage la récession américaine à l'échelle mondiale. Nous avons considéré que, si bulle il y avait, elle se greffait cependant sur une base réelle. Aussi, l'hypothèse retenue ici est celle d'un ralentissement de courte durée, sans modification brutale et durable des comportements d'épargne et d'investissement aux États-Unis.

Montée et chute du PER de la Bourse américaine



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

C'est également le point de vue des intervenants sur le **marché des changes**. A la fin mars, ils restent persuadés que les perspectives de croissance et de rentabilité sont meilleures aux États-Unis qu'en Europe. Ils doutent que la zone euro puisse croître durablement sans tensions inflationnistes. L'euro, qui s'était redressé de 0,85 à 0,95 dollar entre octobre 2000 et janvier 2001 sous l'effet du ralentissement américain, est revenu aux alentours de 0,9 dollar. Notre prévision comporte un ralentissement aux États-Unis plus prononcé et une croissance en Europe plus forte que n'anticipent aujourd'hui les marchés. Aussi, l'euro remonterait-il vers la parité dans le courant du deuxième trimestre, mais n'irait pas au-delà. Le yen s'est nettement déprécié depuis la fin 2000 : il descendrait jusqu'à 1 dollar pour 130 yen dans les six mois à venir.

\* Cette lettre a été rédigée par la division « Économie internationale » du Département analyse et prévision. Elle incorpore les informations disponibles jusqu'au 21 mars.

1. Principales hypothèses et résumé des prévisions

	Trimestres ou semestres												Années		
	2000				2001				2002				2000	2001	2002
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<i>Prix du pétrole en \$<sup>1</sup></i>	26,8	26,6	30,6	29,6	26,2	24,0	23,5	23,0	22,5	22,0	22,0	22,0	28,4	24,2	22,1
<i>Matières premières industrielles en \$<sup>2</sup></i>	5,1	-2,3	0,5	-1,6	0,5	1,0	1,0	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	7,5	0,7	9,1
<i>Taux de change<sup>1</sup></i>															
1 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	0,92	0,97	1,00
1 \$ = ...yen	107	107	108	110	118	125	130	130	125	120	120	120	108	126	121
1 £ = ... 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	1,64	1,54	1,50
<i>Taux d'intérêt courts<sup>1</sup></i>															
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	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	0,2	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	4,4	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	6,1	5,3	5,1
<i>Taux d'intérêt longs<sup>1</sup></i>															
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	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	1,8	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	5,4	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	5,3	5,0	5,2
<i>Prix consommation<sup>2</sup></i>															
États-Unis	1,0	0,7	0,9	0,7	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	3,4	3,1	2,1
Japon	-0,7	0,3	-0,3	0,2	-0,3	0,0	-0,5	0,2	-0,5	0,2	-0,3	0,0	-0,6	-0,4	-0,6
Zone euro	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	2,3	2,2	1,8
Royaume-Uni	-0,4	0,8	-0,0	0,6	-0,4	0,6	0,1	0,6	-0,3	0,7	0,2	0,6	0,8	0,9	1,1
<i>PIB en volume, cvs<sup>2</sup></i>															
États-Unis	1,2	1,4	0,5	0,3	0,0	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	5,0	1,3	2,2
Japon	2,4	0,2	-0,6	0,8	1,3	-0,3	-1,4	1,1	1,3	1,3	-0,5	0,6	1,7	0,9	2,2
Zone euro	0,9	0,8	0,5	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	3,4	2,6	2,9
Allemagne	1,0	1,2	0,3	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,7	0,7	3,1	2,1	2,5
Italie	1,1	0,2	0,6	0,8	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	2,9	2,5	2,7
Royaume-Uni	0,3	1,0	0,8	0,3	0,9	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	3,0	2,7	2,8
<i>Importations de marchandises en volume, cvs<sup>2</sup></i>															
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	13,9	7,0	7,3
Pays industrialisés	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
PED	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
<i>Balances courantes en milliards de \$, cvs</i>															
États-Unis	-207		-228		-203		-195		-195		-196		-435	-399	-391
Japon	65		54		44		45		55		61		119	89	116
Allemagne	-8		-17,9		-6,2		-13,7		-13		-13,1		-26	-20	-26

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

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

La **politique monétaire** américaine a été prompte à réagir au ralentissement d'activité avec trois baisses de taux depuis le début de l'année. Le taux objectif des *Federal Funds* se trouve aujourd'hui à 5 %. La Fed doit maintenant éviter qu'une baisse trop rapide des taux ne fasse renaître une bulle boursière. En même temps, elle doit empêcher que l'effondrement des valeurs de la « nouvelle économie » n'enclenche un trop fort ralentissement de l'économie. A la mi-2001, la croissance serait de 1,4 % l'an et l'inflation de 2 %, ce qui s'accompagnerait d'un taux d'intérêt de 4,5 %. Reste le paradoxe 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. La BCE s'est jusqu'à présent refusée à baisser son taux tant que l'inflation est encore nettement supérieure à 2 %, bien que les indicateurs avancés indiquent un certain fléchissement de l'activité en Europe. Néanmoins, les anticipations d'inflation sont en baisse et la remontée de l'euro pourrait accompagner une détente monétaire de 4,75 % à 4,5 %. Par la suite, les taux resteraient stables. Au Royaume-Uni, le taux directeur est encore relativement élevé, mais là aussi une certaine baisse est anticipée. Pour soutenir l'activité et lutter contre la déflation, la Banque centrale du Japon est revenue à sa politique de taux d'intérêt nul.

## 2. 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	2,7	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>
<b>Chine</b>	9,7	8,0	7,7	8,1
<b>Autres Asie</b>	13,4	6,0	4,7	5,4
<b>Amérique latine</b>	6,2	4,4	3,6	4,3
<b>Russie</b>	2,2	7,6	4,0	3,5
<b>PECO</b>	2,5	4,7	3,6	3,9
<b>Afrique</b>	4,1	3,4	4,2	4,0
<b>Moyen-Orient<sup>2</sup></b>	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.

Les **prix du pétrole** restent élevés malgré une certaine baisse fin 2000. Le prix du baril de *Brent* oscille depuis décembre autour de 25 dollars. Mais la dégradation des perspectives de demande au premier semestre et la reconstitution progressive des stocks font craindre à l'OPEP une chute du prix du panier OPEP en deçà de sa fourchette objectif de 22-28 dollars. La baisse récente des quotas de production soutiendrait les cours jusqu'en juin. Ensuite, les relèvements à attendre dans les prochains trimestres, combinés à une moindre discipline des pays producteurs, permettraient d'accompagner sans problème la demande. Aussi, notre prévision incorpore-t-elle un léger glissement des prix, qui reviendraient vers 22 dollars d'ici un an.

Avec 14 % de croissance sur l'ensemble de l'année 2000, le **commerce mondial** a connu un dynamisme exceptionnel qui s'est érodé au second semestre. Le ralentissement des importations américaines s'est progressivement diffusé aux économies les plus exposées, celles des pays émergents d'Asie et surtout du reste de l'ALENA (Canada et Mexique). La poursuite du ralentissement américain au premier semestre 2001 continuerait de se propager au reste du monde. La zone euro résisterait relativement bien dans la mesure où près de la moitié de ses échanges se fait entre pays membres. La reprise s'amorcerait au second semestre : les importations mondiales progresseraient à un rythme de 7 % l'an à l'horizon 2002.

Avec 5 % de croissance en moyenne aux **États-Unis**, l'année 2000 est la plus dynamique du cycle actuel. Le ralentissement du second semestre a touché toutes les composantes de la demande, et en premier lieu l'investissement productif hors TIC. Les indicateurs conjoncturels confirment bien le ralentissement, mais restent hésitants sur sa dynamique future. Les entreprises sont confrontées à un durcissement de leurs conditions de financement (*via* les marchés boursiers et le crédit bancaire) et à la détérioration de leur profits. Mais le maintien de la confiance en la « nouvelle économie » et la gestion monétaire souple de la Fed devraient stopper la dévalorisation des actifs boursiers et renverser les anticipations. La croissance reprendrait mais le taux d'investissement resterait plus faible que dans le passé récent, et le taux d'épargne remonterait puisque les ménages cesseraient de bénéficier de l'effet richesse. En moyenne annuelle, la croissance s'établirait à 1,3 % en 2001 et à 2,2 % en 2002.

L'effondrement du Nikkei, la fragilisation accrue des institutions financières et la baisse des exportations sont venus décrédibiliser encore le fragile scénario de reprise au **Japon**. En 2001, la consommation ne progresserait guère, la hausse du chômage et l'incertitude économique n'incitant pas les japonais à diminuer leur taux d'épargne. L'investissement public évoluerait en dents de scie, soutenant la croissance en début d'année, puis la faisant rechuter au second semestre. Malgré la baisse du yen, les exportations ne joueraient pas non plus un rôle moteur du fait de la faible progression de la demande adressée au Japon. La faiblesse des perspectives de production jointe au mauvais état des bilans des banques et des entreprises ne permettraient pas un essor de l'investissement productif. En glissement, la croissance serait de l'ordre de 1 % en 2001. Elle dépasserait 2 % en 2002, si la croissance américaine repartait effectivement.

**En Asie** (hors Japon et hors Chine), le ralentissement de la croissance est amorcé depuis la fin 2000 en raison de l'achèvement du processus de récupération. L'environnement est devenu moins porteur, avec l'infléchissement de la

croissance américaine et de la demande de biens à haut contenu technologique. Le ralentissement des exportations n'a pu être relayé par la demande intérieure, et les marges de manœuvre des gouvernements pour soutenir l'activité pendant ce passage à vide sont limitées, les politiques monétaires étant déjà souples et les politiques budgétaires expansionnistes. Les financements d'origine externe sont faibles. La croissance s'établirait à 4,7 % en 2001 et à 5,4 % en 2002. La Chine reste sur une dynamique largement entretenue par la vigueur de sa demande intérieure. La croissance y serait inférieure à 8 % en 2001 et légèrement supérieure en 2002.

Après la crise de 1998-1999, l'**Amérique latine** a enregistré une forte reprise en 2000. Les politiques restrictives d'ajustement ont permis de stabiliser assez rapidement les économies. Le Mexique, le Brésil et le Chili restent les pays plus dynamiques tandis que l'Argentine est enlisée dans une grave crise économique et financière. Sauf au Mexique, la dégradation de l'environnement international en 2001 ne devrait pas casser la dynamique régionale. La croissance s'établirait à 3,6 % en 2001 pour accélérer à 4,3 % en 2002.

La **croissance russe** a été vigoureuse en 2000. Elle a été impulsée par la consommation, l'investissement et aussi par le solde extérieur grâce à la dépréciation du rouble. La forte augmentation des rentrées fiscales, en particulier grâce aux taxes pétrolières, a généré un excédent budgétaire de 3 % du PIB en 2000. En sens inverse, les réformes structurelles ne progressent guère et l'inflation peine à ralentir. La croissance s'infléchirait à 4 % en 2001, puis à 3,5 % en 2002. La croissance des pays de l'Europe de l'Est s'abaisserait à 3,6 % en 2001, les politiques monétaire étant restrictives en raison des risques d'inflation et de déficit extérieur.

La **croissance britannique** a atteint 3 % en 2000, essentiellement impulsée par la consommation des ménages. Malgré un taux de chômage très bas, l'inflation n'a pas accéléré. Ceci devrait permettre une baisse des taux d'intérêt et de la Livre. En 2001, la politique budgétaire deviendrait nettement expansionniste. Par contre, le Royaume-Uni souffrirait particulièrement de la chute de la Bourse et du ralentissement américain. Sous le jeu de ces influences contraires, la croissance ne s'infléchirait que légèrement à 2,7 % en 2001 et conserverait ce rythme en 2002.

L'expérience récente montre qu'une croissance vigoureuse est possible dans la **zone euro**, sans de trop fortes tensions inflationnistes. La baisse du chômage n'a guère généré de tensions salariales. Les tensions sur le marché des biens se sont traduites par une hausse de l'investissement créant les conditions du maintien de la croissance. La croissance a atteint 3,4 % en 2000. Elle s'est appuyée sur la demande extérieure, soutenue par la baisse de l'euro, et sur le dynamisme de l'investissement. La consommation des ménages a souffert de la hausse du prix de l'énergie et de la modération salariale. Dans notre prévision, cette dynamique interne serait suffisante pour que la croissance se maintienne malgré le ralentissement américain. Ce dernier jouerait sur l'Europe directement par la baisse des débouchés extérieurs et indirectement par la défiance qu'il inspire à l'égard de la « nouvelle économie ». L'effet commercial serait accentué par la baisse du dollar. Mais la baisse du prix du pétrole et la remontée de l'euro aideraient à une baisse de l'inflation, donc des taux d'intérêt. Selon une variante réalisée à l'aide du modèle MIMOSA, l'effet des chocs extérieurs sur la zone euro (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 (selon l'ampleur de la baisse de taux de la BCE). La chute de la Bourse devrait avoir peu d'impact sur les ménages car la détention d'actions reste faible et concentrée. L'investissement porterait un peu plus la marque d'un effet « désillusion », issu de la chute des valeurs de TIC, mais resterait un élément moteur de la croissance du fait de la baisse de la fiscalité, de la facture énergétique et de la modération des coûts salariaux. Pour 2001, les politiques budgétaires annoncées sont légèrement expansionnistes (l'impulsion budgétaire serait de 0,3 point de PIB). 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 soutenant la croissance et les gouvernements ne mettant pas en place des politiques budgétaires restrictives.

Ce scénario comporte plusieurs risques à la baisse. La demande adressée à la zone euro peut être plus faible que prévue, en particulier si le ralentissement américain est plus profond qu'anticipé et si les désordres financiers privent de financement les pays émergents. L'investissement peut s'infléchir nettement si la désillusion vis-à-vis des TIC, déjà sensible dans le secteur des télécommunications, se généralise. Enfin, les anticipations des entrepreneurs peuvent être contaminées par une récession aux États-Unis et par une politique économique en Europe hésitante et peu disposée à prendre le relais pour impulser la croissance mondiale.

Depuis quelques années s'était établie une hiérarchie stable des performances de croissance en Europe, avec un groupe de pays à croissance élevée (Irlande, Finlande, Espagne, Pays-Bas, Grèce), et un groupe de pays un peu moins dynamiques (Italie, Allemagne et Danemark). Cette hiérarchie devrait s'atténuer dans la mesure où l'Irlande et la Finlande seraient plus sensibles au ralentissement américain et à l'inflexion du dynamisme des TIC. Les Pays-Bas ralentiraient compte tenu de leur proximité du plein emploi. Après quatre années de forte croissance, l'économie espagnole montrerait aussi des signes de ralentissement. Par contre, en France et en Belgique, les enquêtes signalent toujours un dynamisme particulier, alors que l'Allemagne continuerait à fermer la marche.

En dépit d'une bonne performance en 2000, l'**Allemagne** est le pays de la zone qui a le plus ralenti au second semestre. A l'exception des stocks, toutes les composantes ont participé à ce ralentissement. La consommation des ménages a souffert de l'accélération de l'inflation induite par la hausse des prix de l'énergie, alors que la modération salariale est de rigueur depuis 1996. De plus, le contenu en emploi de la croissance reste plus faible qu'en France. La capacité de l'économie à s'émanciper du ralentissement américain reposerait essentiellement sur les allègements de fiscalité. La croissance, modérée en 2001 (2,1 %), accélérerait à 2,5 % en 2002.

L'écart de croissance entre l'**Italie** et la moyenne de la zone euro s'est encore réduit en 2000. La croissance a été soutenue, surtout au premier semestre, par la consommation, l'investissement et les exportations, tirées par des gains de compétitivité sur les marchés hors zone euro. Grâce à une rentabilité favorable et à une fiscalité avantageuse, l'investissement resterait un élément moteur de la croissance. La consommation serait moins dynamique qu'en 2000 du fait d'une moindre baisse du taux d'épargne. La croissance s'infléchirait à 2,5 % en 2001 et serait de 2,7 % en 2002.

# CONTRE VENTS ET MARÉES

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

La croissance en France serait pour l'année 2001 de 3,0 % et pour l'année 2002 de 3,3 %. La phase de croissance forte se poursuivrait et entamerait sa cinquième année, alors qu'elle n'avait duré que 3 ans lors de l'expansion précédente. Une certaine inquiétude se fait jour quant à la perspective de la prolongation, d'autant que cette séquence fait suite à la phase longue de croissance « molle » de 1991 à 1996, marquée par la réunification allemande et la convergence vers les critères de Maastricht.

Le retour de la croissance, depuis 1997, se confirme à un rythme très régulier de 3,2 % l'an : en 1998, la croissance annuelle du PIB a été de 3,3 %, en 1999 de 3,2 % en 2000 de 3,2 %. La décure du chômage, amorcée à la mi-1997 a abouti à une réduction du taux de chômage de 3,5 points.

La régularité de la croissance annuelle cache pourtant un profil trimestriel plus heurté. La croissance française n'est pas un long fleuve tranquille ; des événements extérieurs ou intérieurs en viennent perturber la mécanique.

### **Croissance dans un monde chahuté...**

En 1998 et en 1999, la crise asiatique suivie de la crise russe ont eu un impact notable sur la croissance française. Alors qu'en glissement annuel, la croissance du PIB atteignait un pic de 3,6 % au début de l'année 1998, le glissement est retombé au début de l'année 1999 en dessous de 3 %. Le « trou d'air » aura duré environ 3 trimestres et aura coûté à la France à peu près 0,5 point de croissance annuelle.

L'année 2000 a été marquée quant à elle par la hausse du prix des produits pétroliers. Ce choc est plus faible qu'en 1973. Le prélèvement opéré par les producteurs de pétrole est le quart de celui qu'ils avaient obtenu alors. Il a engendré des réactions différentes. Les salariés n'ont pas obtenu une compensation de leur pouvoir d'achat par des augmentations de salaire. L'inflation n'a ainsi augmenté que par l'effet direct du prix des produits pétroliers, qui interviennent dans l'indice des prix et n'a pas été alimentée par un conflit de répartition de la charge du prélèvement pétrolier. En terme de croissance annuelle, le coût du choc pétrolier aura été d'un peu plus de 0,5 point.

Ces accidents ont pesé sur la croissance française, mais n'ont jamais compromis la dynamique de croissance à l'œuvre. A la sortie des années de croissance « molle », l'économie française accuse des retards importants. L'investissement a été faible depuis le début des années 1990. Le taux d'investissement était à un niveau très bas et le taux de chômage très élevé, symptôme d'une sous utilisation des

ressources de main-d'œuvre, aggravée par un sous emploi des qualifications de ceux qui ont un emploi. Cependant, la situation financière des entreprises s'est améliorée : de 1991 à 1997, en moyenne, la capacité de financement des sociétés non financières a été positive alors qu'elle est de l'ordre de -1,0 % de PIB en moyenne de 1978 à 2000.

Ces éléments se sont combinés en une reprise vigoureuse fondée sur le rattrapage du retard d'investissement du début des années 1990. Depuis 1997, le taux d'investissement remonte rapidement et l'activité supplémentaire des entreprises les amène à augmenter l'emploi, ce qui contribue à la croissance du revenu des ménages.

Ainsi, la consommation a été très dynamique depuis 1997, alimentée par le revenu des ménages. Cependant, le taux d'épargne des ménages est depuis 1997 à un niveau élevé. En moyenne de 1997 à 2000, il est de 16 % et il ne décroît pas. La baisse du chômage et la maîtrise de l'inflation auraient pu engendrer une baisse du taux d'épargne et cette baisse aurait pu à son tour contribuer à la croissance. Mais les ménages ont accompagné le mouvement de croissance plutôt qu'engendré la dynamique à l'œuvre. Ainsi, l'épargne des ménages finance les investissements des entreprises alors que le déficit public se réduit.

L'enchaînement positif qui permet à la croissance française d'être au-dessus de son potentiel de long terme (qui est de l'ordre de 2,5 % l'an) et qui résorbe les déséquilibres fondamentaux n'a pas été compromis par les chocs externes. Les anticipations des entreprises restent favorables et les ménages n'expriment pas de craintes, sauf brièvement, par exemple, en septembre 2000.

### *1. Contribution à la croissance du PIB*

<i>Moyennes annuelles en %</i>	1999	2000	2001	2002
Dépenses des ménages	1,8	1,5	1,6	2,0
Investissements des entreprises	0,9	0,9	0,9	0,8
Dépenses des administrations	0,7	0,5	0,6	0,5
Variations de stocks	-0,3	0,2	0,0	0,0
<i>Total de la demande intérieure</i>	3,1	3,1	3,2	3,3
<i>Solde extérieur</i>	0,1	0,1	-0,2	0,0
<b>Taux de croissance du PIB</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>

*Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE en 2001-2002, mars 2001.*

En septembre 2000 nous tablions sur un rythme de croissance de 3,7 % l'an. La révision de la prévision pour l'année 2001 est importante : 0,7 point. Comptablement, elle découle pour 0,4 point de la contribution extérieure et de 0,4 point du comportement des ménages. Analytiquement, elle découle pour 0,4 point du ralentissement américain et de ses conséquences sur la demande adressée à l'Europe et à la France, pour 0,1 point des contraintes sur les capacités de production et de 0,1 point de consommation des ménages, peut être marginalement affectée par les aléas alimentaires. Enfin, 0,1 point est lié à la révision des comptes nationaux.

\* Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*, par une équipe composée de Valérie Chauvin, Gaël Dupont, Eric Heyer et Xavier Timbeau. L'indicateur avancé est réalisé par Françoise Charpin et Hervé Péléraux. La prévision tient compte des informations disponibles à la fin mars 2001 et intègre les comptes nationaux trimestriels de février 2001, à savoir le compte emplois ressource jusqu'au quatrième trimestre 2000 et les comptes d'agents jusqu'au troisième trimestre 2000. La prévision et le modèle reposent sur les données et les concepts de la comptabilité nationale base 95 dans le cadre du SEC95. Le modèle est estimé sur la période 1978-2000.

## 2. Équilibres ressources-emplois en biens et services marchands (aux prix de 95)

	Niveau (Mds F 95)	Taux de croissance trimestriels en %						Taux de croissance annuels en %		
		2000		2001				2000	2001	2002
		T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	8 789	0,6	0,9	0,6	0,7	0,8	0,9	3,2	3,0	3,3
Importations	2 364	4,6	3,0	2,2	1,8	1,6	2,0	14,7	10,6	7,9
Consommation des ménages	4 702	0,5	0,3	0,9	0,9	0,8	1,0	2,3	2,8	3,5
Consommation des administrations	2 017	0,5	0,5	0,5	0,6	0,4	0,5	1,5	2,0	2,0
FBCF totale, dont :	1 778	1,9	2,5	0,6	0,9	1,3	1,4	6,7	5,6	4,6
• entreprises	1 087	3,0	3,5	0,8	1,0	1,6	1,8	7,8	7,5	6,1
• ménages	428	0,0	0,5	0,6	1,0	1,0	1,0	5,7	2,8	2,5
• administrations	263	0,9	1,7	0,0	0,3	0,3	0,3	4,1	2,4	1,3
Exportations	2 569	2,6	3,7	1,6	1,3	1,5	1,8	13,6	9,1	7,4
Variations de stocks (contrib.)	26	0,3	- 0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Demande intérieure totale hors stocks	8 550	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	3,0	3,2	3,3

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

## 3. Quelques résultats significatifs

	Évolutions trimestrielles						MA	GA	MA	GA	MA	GA
	2000		2001				2000		2001		2002	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
Emploi total (en milliers)	146,0	146	98	104	122	133	570	605	493	456	418	375
Demandes d'emploi non satisfaites (en milliers)*	- 33	- 90	- 49	- 52	- 66	- 74	- 384	- 406	- 254	- 240	- 211	- 179
Taux de chômage (en points)	9,6	9,3	9,1	8,9	8,6	8,3	9,7	- 1,6	8,7	- 1,0	7,9	- 0,7
Prix à la consommation (en %)	0,4	0,4	0,2	0,2	0,4	0,2	1,2	1,4	1,1	1,0	1,3	1,6
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	1,0	0,8	0,9	0,9	1,1	1,1	4,1	4,1	3,7	3,9	4,1	4,2
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,7	0,5	0,7	0,7	0,8	0,9	1,9	2,1	2,7	3,1	3,7	4,0
<i>Ménages</i>												
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	- 0,1	1,4	0,7	0,8	0,8	0,9	2,7	2,5	2,9	3,1	3,1	3,1
Taux d'épargne (en points)	15,6	16,5	16,3	16,2	16,2	16,1	16,1	—	16,2	—	16,0	—
Taux d'épargne financière (en points)	6,4	7,3	7,1	7,0	7,0	6,9	6,9	—	7,0	—	6,9	—
<i>Entreprises</i>												
Taux de marge (en points)	39,7	39,9	40,0	40,1	40,2	40,2	39,9	—	40,1	—	40,1	—
Taux d'investissement** (en points)	18,0	18,4	18,4	18,4	18,5	18,7	17,9	—	18,5	—	19,0	—
Taux d'autofinancement** (en points)	77,4	80,2	78,2	77,0	79,2	79,7	80,1	—	78,5	—	75,3	—
<i>Administrations</i>												
Capacité de financement/PIB (en points)	- 0,6	- 1,8	- 1,2	- 0,9	- 1,0	- 0,9	- 1,3	—	- 1,0	—	- 0,5	—
Taux de prélèvement obligatoire (en points)	46,0	44,8	45,1	45,2	44,9	44,8	45,5	—	45,0	—	44,8	—
<i>Taux d'intérêt</i>							MA	T4	MA	T4	MA	T4
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	5,4	5,2	4,9	4,8	4,8	4,9	5,4	5,2	4,9	4,9	5,0	5,0
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	4,7	5,0	4,8	4,5	4,5	4,5	4,4	5,0	4,6	4,5	4,5	4,5

Note : MA moyenne annuelle ; GA : glissement annuel.

\* Au sens du BIT.

\*\* Epargne brute/FBCF.

## 4. Les hypothèses d'environnement international et les soldes extérieurs

	Évolutions trimestrielles						Moyennes annuelles		
	2000		2001				2000	2001	2002
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de produits manufacturés adressée à la France (en %)	2,5	2,3	1,1	1,3	1,5	1,6	10,4	7,0	6,9
Prix des concurrents en devises (en %)	0,0	1,9	6,9	1,2	6,2	0,2	- 3,3	12,6	4,0
Prix des importations d'énergie en \$	30,5	29,7	27,9	26,0	25,0	24,0	28,4	25,7	22,8
Prix des importations en francs (en %)	1,3	1,2	- 1,2	- 0,7	- 0,6	- 0,2	5,0	- 0,4	- 0,7
Prix des exportations en francs (en %)	0,0	0,2	- 0,2	- 0,1	0,0	0,0	1,1	0,0	0,2
Solde des biens et services (Mds de francs)	22,8	21,4	24,5	25,9	29,9	30,7	124,4	111,0	133,0

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

La prévision pour l'année 2001 intègre donc un nouvel accroc à la croissance française. Le ralentissement américain en est la source. Après avoir atteint 5 % en rythme annuel pour l'année 2000, la croissance aux États-Unis serait de 1,3 % en 2001. Ce ralentissement est combiné à une mauvaise situation japonaise et un ralentissement en Asie. La croissance française serait affectée d'un peu moins de 0,5 point, c'est-à-dire d'un ordre de grandeur comparable au choc externe de 2000 (l'augmentation du prix du pétrole).

Le ralentissement prévu au États-Unis peut se révéler être une crise plus grave, et les mouvements récents des places boursières le signe d'une panique justifiée. Le ralentissement deviendrait alors récession et s'inscrirait dans la durée. La confiance des entreprises et des consommateurs pourrait s'effriter suffisamment pour que s'inversent les comportements et la dynamique vertueuse s'effondrerait. Pour que le chômage cesse de baisser en France, il faudrait que la croissance soit inférieure à 2,5 % par an pendant une année au moins. Cela supposerait une correction particulièrement sévère de l'économie américaine.

De plus, certains secteurs comme les Télécoms pourraient connaître des enchaînements semblables à ceux constatés dans les secteurs de nouvelles technologies aux États-Unis. Des anticipations moins favorables alimentées par des progressions moins franches des ventes pourraient miner les valorisations des entreprises et faire apparaître des fragilités dans les bilans qui grèveraient les possibilités d'investissement.

Un troisième élément d'incertitude concerne le potentiel de baisse du chômage. L'économie française est entrée dans la phase de la croissance où, sans une baisse du chômage d'équilibre, les tensions inflationnistes vont s'amplifier. La lutte contre l'inflation pourrait alors interrompre la baisse du chômage. La conséquence sur l'économie française serait plus importante qu'un ralentissement américain. Mais les contraintes d'offre ne devraient pas apparaître dans les deux années qui viennent.

### ... des contraintes d'offres malgré tout

Les événements externes, en ralentissant la croissance française, ont relâché les contraintes d'offre qui étaient considérées il y a quelques temps comme le danger principal qui menaçait la croissance française. Le débat a un peu perdu de son actualité mais ne s'est pas vidé de sa substance pour autant.

Le taux d'utilisation des équipements s'accroît fortement depuis 1997. C'est également le cas de la durée d'utilisation des équipements, qui augmente fortement depuis le milieu des années 1990. Cela n'a pas eu d'effet inflationniste, mais cela a quelque peu pesé sur le solde commercial de la France : les estimations économétriques montrent qu'un écart entre les taux d'utilisation français et ceux de nos partenaires européens conduit à une diminution des exportations françaises et à une augmentation de nos importations. La demande est servie par les concurrents extérieurs, puisque l'industrie française ne peut produire suffisamment.

Le niveau élevé des taux d'utilisation s'explique par le retard d'investissement dans les années 1990 et par le dynamisme de la demande. L'effet d'accélérateur, conjugué aux évolutions technologiques qui favorisent l'acquisition de nouveaux équipements, et la situation financière des entreprises qui reste saine, induisent une forte croissance de l'investissement en 2001 et 2002. Le taux d'investissement atteindrait en 2002 un niveau record, à plus de 19 % de la valeur ajoutée. Cela éviterait que l'insuffisance d'équipements

ne pèse sur la production, d'autant que le taux et la durée d'utilisation continueraient à croître.

Si, comme on le pense, la demande et l'investissement restent dynamiques en 2001 et 2002, la poursuite de la croissance économique va dépendre essentiellement des conditions d'offre sur le marché du travail. Si les entreprises ne parviennent pas à embaucher, des tensions inflationnistes pourraient apparaître et la croissance serait ralentie.

Pourtant les difficultés déclarées semblent davantage une mesure de l'intensité du recrutement que de la difficulté à embaucher à niveau de recrutement donné : la corrélation entre les difficultés d'embauche et la croissance de l'emploi est forte, et la croissance des effectifs salariés précède d'un trimestre environ les difficultés de recrutement déclarées par les entreprises. C'est pourquoi le lien économétrique entre difficulté de recrutement et progression des salaires est incertain ; la seule liaison empirique avérée est entre taux de chômage et croissance des salaires. Les difficultés de recrutement ne constituent pas directement un symptôme de tension sur les prix. Il existe probablement une contrainte quantitative sur la vitesse de création des emplois. Elle est déterminée par les conditions sur le marché du travail et liée aux flux de main-d'œuvre qu'ils soient ceux des nouveaux entrants, ou ceux des salariés en place, qui quittent leur emploi pour un autre. Cependant, l'expérience historique des difficultés de recrutement dans l'industrie ne permet pas une mesure d'une telle vitesse maximale.

Outre la vitesse de réduction du chômage, se pose la question du niveau que celui-ci peut atteindre. Les diverses mesures économétriques du chômage d'équilibre convergent vers des estimations de l'ordre de 9 %, soit le taux de chômage du début de l'année 2001. A moyen terme, on estime que chaque point en dessous du chômage structurel se traduit par une inflation supérieure de 1,2 point environ. La réduction du chômage français ne devrait donc théoriquement pas pouvoir se poursuivre sans tensions inflationnistes.

Cependant, les estimations du chômage structurel sont fragiles. Dans la plupart des pays de l'OCDE, elles ont varié dans le temps, accompagnant les mouvements du taux de chômage. De plus, la forte réduction du chômage depuis 1997, ne s'est pas traduite par une accélération des prix. Cela ne justifie pas nécessairement de remettre en cause le concept, mais il est probable que la baisse du chômage induit spontanément une diminution du chômage d'équilibre. Une des explications serait l'existence de mécanismes d'hystérésis sur le marché du travail.

La politique économique explique aussi certainement la baisse du chômage structurel et de l'inflation sous-jacente : la politique de l'emploi (baisses de charges sur les bas salaires notamment) et l'accroissement de la concurrence sur les marchés des biens et les marchés financiers ont probablement un impact. Il ne s'agit que d'hypothèses car les approches empiriques ne donnent pas beaucoup de poids à ces éléments. Certaines de ces réformes sont déjà entreprises mais elles peuvent mettre du temps à modifier le fonctionnement des marchés, d'autres sont à prendre ou en cours<sup>1</sup>, et pourraient contribuer, dans les années qui viennent, à rendre réaliste la réalisation du plein emploi. Des changements profonds dans

---

1. Concernant le marché du travail, on pense aux réformes incitant au retour à l'emploi (prime à l'emploi, PARE...), aux mesures d'insertion actives (emplois jeunes, contrat de qualification), ou aux baisses du coût du travail. L'impact de ces mesures sur le chômage d'équilibre est mal connu, sans doute faible dans la plupart des cas. Mais une somme de petites quantités...

les anticipations de prix ont aussi pu avoir lieu dans la décennie qui vient de s'écouler avec la mise en place de l'indépendance de la Banque centrale (française puis européenne), et sa crédibilité en terme de lutte contre l'inflation.

Dans les années qui viennent, on suppose que la réduction du chômage se poursuit sans tensions inflationnistes fortes. Les aspects structurels de la politique économique vont évidemment prendre une importance croissante. Les orientations de la politique économique devraient se poursuivre, auxquelles s'ajoute dorénavant la diminution du coin fiscal-social. Une accélération de la productivité du travail, alimentée par la nouvelle économie, permettrait également d'alléger la contrainte : un point de plus de croissance de la productivité du travail réduit d'un point le chômage d'équilibre et peut avoir un effet plus fort à court terme si les gains durables ne sont que partiellement anticipés. La projection ne prend pas en compte cet effet.

En 2001 et 2002, la réduction du chômage doit donc se poursuivre. Les créations d'emploi se ralentissent logiquement par rapport à 2000, année record, mais restent fortes (un peu moins de 400 000 en moyenne en 2001 et 2002). Fin 2002, le taux de chômage atteindrait 7,6 % sans projeter l'économie française dans une inflation forte (+ 1,6 % en glissement fin 2002). D'ici à la fin de l'année 2002, l'inflation sous-jacente augmenterait d'un peu plus de 0,5 point.

### Politique économique : maintien de cap

En 2001, la politique économique de l'ensemble des administrations est un peu expansionniste (impulsion de 0,2 point de PIB) malgré une croissance supérieure de 0,5 à 0,6 point à la croissance potentielle. L'objectif de réduction du déficit passe au second plan par rapport aux augmentations de dépenses et aux baisses de prélèvements obligatoires. Le déficit se réduit de 0,3 point de PIB en 2001 (hors vente des deux licences UMTS qui rapporte 0,7 % du PIB) et de 0,5 point l'année suivante pour atteindre 0,5 % du PIB en 2002. Les marges de manœuvre seraient relativement faibles si le ralentissement était plus important que prévu. En 2001, la politique des administrations est globalement neutre du fait du ralentissement des baisses de prélèvements obligatoires.

En 2000 comme en 1999, les prélèvements obligatoires ont été plus élevés que prévu. Le taux de prélèvements n'a baissé que de 0,2 point de PIB en 2000 malgré des mesures de réductions sans précédent depuis 20 ans. Les baisses de prélèvements atteignent 90 milliards en 2001 et 55 milliards en 2002 (tableau 5). Le taux de prélèvements obligatoires doit se réduire de 0,5 point en 2001 et 0,2 en 2002 pour atteindre 44,8 % du PIB sur l'année. Les recettes fiscales augmenteront de 3,2 % en 2001 et de 4,5 % en 2002.

Les recettes d'impôt sur le revenu vont fortement ralentir du fait des importantes baisses de taux et de la prime à l'emploi, comptée en remboursement de CSG. Elles pourraient également souffrir des turbulences de la Bourse de Paris en 2000 : la dite Bourse a été fortement secouée, ce qui a pesé sur les revenus financiers. Les entreprises bénéficient en 2001 et 2002 de la poursuite de la suppression progressive de la part de la taxe professionnelle assise sur les salaires. Le taux d'imposition des bénéfices des sociétés est réduit sur trois ans par la suppression de la surtaxe Juppé et la mise en place d'un taux réduit pour les PME. Les recettes de cotisations

patronales seront modérées par les mesures prises dans le cadre de l'accord Unedic, et surtout par la montée en puissance des 35 heures. En 2002, le rythme de montée en puissance se ralentira. Ces réductions participent à la diminution des prélèvements obligatoires.

### 5. Principales mesures concernant les prélèvements obligatoires en 2001 et 2002

En milliards de francs

		2001	2002			2001	2002
<b>Ménages (hors TVA)</b>		- 40	- 25	<b>Entreprises</b>		- 36	- 30
Impôt sur le revenu		- 23	- 12	Impôt sur les sociétés		- 3	- 10
Prime pour l'emploi		- 9	- 9	Taxe professionnelle		- 8	- 8
Fiscalité pétrolière		- 3	+ 1	Fiscalité pétrolière			+ 1
Droit de bail et autres		- 3	- 2	Cotisations patronales		- 20	- 10
Cotisations Unedic		- 2	- 3	Cotisations Unedic		- 5	- 3
<b>TVA</b>			- 13				
				<b>Total</b>		<b>- 90</b>	<b>- 55</b>

Note : une partie des mesures ont été prises en 2000, mais leur effet se fait sentir (au moins en partie) en 2001.

Sources : Minefi, Unedic.

La croissance des dépenses publiques reste inférieure à la croissance du PIB ce qui permet de réduire à nouveau la part des dépenses dans le PIB en 2001 et en 2002. En 2000, les dépenses publiques ont augmenté de 2,6 %, soit 1,4 % en volume, alors que la hausse prévue était de 1 % en volume. La hausse tendancielle annoncée pour la période 2002-2004 est de 1,5 % en volume. Les dépenses devraient augmenter de 2,9 % en 2001 et 3,0 % en 2002, soit respectivement 1,8 et 1,7 % en volume.

Les rémunérations ralentissent en 2001 à 2,9 % et accélèrent en 2002, du fait de l'effet en année pleine de mesures prises au cours de l'année 2001. L'investissement public reste dynamique (4,4 % en 2001 et 3 % en 2002). Après la hausse de 2,7 % en 2000, les prestations sociales accélèrent légèrement en 2001 et 2002 à 3,0 % de croissance. Les dépenses de santé pourraient amorcer un ralentissement à 3,9 %, alors que les dépenses de famille et de logement seront plus dynamiques que par le passé du fait des mesures annoncées. Les prestations chômage diminuent avec les créations d'emplois (de 3 % en 2001 et de 4 % en 2002). Les prestations vieillesse augmentent de 3,4 % puis 3,3 % en 2001 et 2002. Le nombre de retraités augmente peu car ce sont les générations creuses nées pendant la Seconde guerre mondiale qui prennent leur retraite. Les pensions du Régime général augmentent de 2,2 %, soit un point de plus que l'inflation prévue par le gouvernement. Le fiasco concernant la vente des licences UMTS (seules deux licences sont attribuées) réduit fortement les recettes du fonds de réserve en 2001. L'actif de ce dernier atteindra 38,8 milliards de francs fin 2001 contre 55,1 prévus en loi de financement de la Sécurité sociale.