

## L'EUROPE AU CREUX DE LA VAGUE

Philippe SIGOGNE

Département analyse et prévision

Le cru 2001, premier du troisième millénaire, s'annonce décidément bien médiocre. La croissance n'a cessé de ralentir jusqu'à présent, ce phénomène n'épargnant aucun continent. Les États-Unis connaissent une quasi stagnation, le Japon subit une contraction d'activité, l'Europe ne progresse plus que faiblement. Les capitaux se font rares pour la plupart des pays émergents, dont les monnaies sont à nouveau contestées. Le dollar redevient la monnaie de refuge, et s'apprécie universellement, signe de l'incertitude et du manque de confiance des investisseurs. Le moteur de l'investissement s'enraye, faisant craindre un enfoncement cumulé qui remettrait en cause les résultats difficilement obtenus dans la lutte contre le chômage. L'Europe s'en trouve sévèrement malmenée, les déceptions étant à la hauteur des espoirs mis dans l'euro, censé lui procurer enfin l'autonomie qui lui faisait défaut.

Notre propos n'est pas ici d'en rajouter dans le pessimisme, mais plutôt de montrer en quoi les désillusions actuelles font écho aux illusions qui avaient pris corps, ces dernières années, le thème de la nouvelle économie en étant le principal avatar. En effet, la période 1999-2000 a vu les esprits s'emballer simultanément dans de nombreux pays ; la confiance des uns renforçant celle des autres en une spirale haussière, les limites de la croissance ont paru franchissables sans difficultés. Ainsi, des chiffres de 4 % à 5 % ont été cités, concernant la croissance potentielle américaine, et de 3 % à 4 % d'ici le milieu de la décennie pour la zone euro ; la réaction tardive de l'inflation a contribué pour beaucoup à ancrer ces illusions. À présent, la hausse des prix, voire leur accélération en phase de ralentissement de l'activité, accentue les pertes de confiance et plafonne les capacités de croissance soutenable.

### La monnaie, le pétrole et l'électronique ont accentué les fluctuations cycliques au-delà du prévisible

Avec le recul, on peut retenir trois causes principales à l'origine de l'emballlement puis du retournement de l'activité mondiale : les politiques monétaires des grands pays

développés, les prix de l'énergie et le cycle électronique. Les politiques monétaires se sont retrouvées en phase à partir de la fin 1998, en réaction aux crises asiatique et russe qui ont déclenché une détente généralisée. L'amorce de restriction engagée vers la mi-1999 a laissé place à un nouveau relâchement pour prévenir les risques d'illiquidité lors du passage à l'an 2000. La spéculation boursière en a été fortement alimentée. Le retard pris dans la restriction a conduit à accélérer celle-ci au courant de l'an 2000, bien après que le pic des taux longs ait été atteint. Le prix du pétrole est resté faible du début de 1998 à l'été 1999, avec un creux à 10 dollars le baril de Brent à la fin de 1998, dopant le pouvoir d'achat des pays consommateurs ; il est resté presque continuellement au-dessus de 25 dollars depuis la fin de 1999, atteignant 33 dollars en septembre 2000. Enfin, le cycle électronique, d'une ampleur exceptionnelle dopée par la préparation du passage à l'an 2000, a été parfaitement synchronisée avec l'activité générale : les ventes mondiales de semi-conducteurs avaient ainsi augmenté de près de 60 % sur un an au printemps 2000 avant de refluer d'environ 35 %.

Ces trois causes se sont mutuellement renforcées : la baisse du pétrole et les promesses de la nouvelle économie ont gonflé les rendements observés et attendus et stimulé l'investissement ; l'abondance des liquidités a été l'élément permissif de l'emballlement des marchés financiers ; le passage à l'an 2000 a catalysé l'engouement pour les technologies de l'information et de la communication en conduisant à surestimer la tendance sous-jacente de la demande. L'inversion de ces causes a conduit tout naturellement à amplifier le ralentissement, rendant son ampleur tout aussi vive qu'inattendue. Les prévisions pour 2001 sont tout autant révisées et encore révisables à la baisse que le furent à la hausse celles de 2000 : selon la revue *Consensus Economics*, la croissance moyenne attendue en 2000 pour l'ensemble des pays sous-revue (développés, émergents et en développement, pondérés par les taux de change courants) était de 2,3 % en juin 1999 ; elle a atteint 3,9 % ; celle attendue en 2001 était de 3,1 % en juin 2000 ~~elle est~~

plus envisagée qu'à 2,1 % en juin 2001 et pourrait se fixer encore un demi-point plus bas, selon nos estimations. Si, comme le FMI, on pondère les PIB nationaux par les parités de pouvoir d'achat, la progression du PIB mondial pourrait alors être ramenée d'environ 4 ¾ % en 2000 à 2 ¾ % en 2001, ces deux chiffres se trouvant quasiment à égale distance de part et d'autre de la moyenne des dix dernières années (3,5 %).

Les perspectives d'activité pour l'ensemble des pays développés peuvent être appréciées à court terme en utilisant les informations fournies par les batteries d'indicateurs avancés disponibles. Ceux de l'OCDE permettent plus particulièrement d'anticiper de un à trois trimestres l'évolution des productions industrielles. Cependant, cette avance est habituellement réduite à trois-quatre mois autour des creux d'activité, ce qui est la situation présente. Le modeste rebond de l'indicateur en mai pourrait préfigurer un redressement de la production dans l'ensemble de l'OCDE à partir de la rentrée. Ceci mettrait fin à un recul de la production industrielle compris entre 1 % et 2 % de l'été 2000 à l'été 2001. Ce serait le premier signal de l'amorce d'un nouveau cycle court, initié par le relâchement monétaire qui s'est engagé en début d'année 2001. Cette fois, cependant, on n'attend pour le moment qu'une détente modérée des prix de l'énergie ainsi qu'une contribution beaucoup plus mesurée du secteur électronique.

## Le retournement américain vient de s'engager mais ne débouchera pas sur une reprise rapide

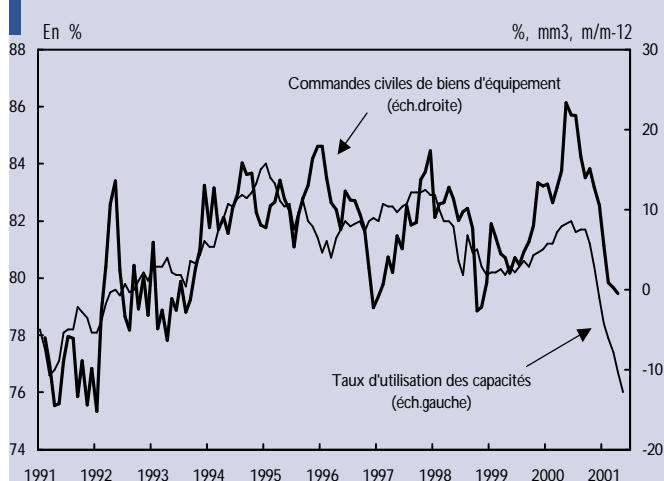
La datation du retournement de l'activité américaine est cruciale, dans la mesure où celle-ci continue de précéder celle des autres économies. C'est aux États-Unis que l'embarquée de l'activité a été la plus ample : les investissements associés à la production et à la diffusion des techniques de l'information et de la communication y ont été spécialement élevés : on estime à près de 100 milliards de dollars le surplomb de dépenses d'infrastructures et d'équipement réalisées dans les dernières années, par rapport à leur tendance de moyen terme. L'endettement des entreprises s'est vivement accéléré. L'emballage des valeurs mobilières a aussi conduit à propulser la consommation des ménages à des niveaux jugés insoutenables. Les indicateurs composites américains ont annoncé le ralentissement de l'activité dès le début de 2000 puis se sont enfoncés tout au long de l'année ; ils se redressent, difficilement, depuis lors. Les indicateurs retardés s'étaient tendus jusqu'à la mi-2000, confirmant l'importance des déséquilibres internes (endettement, coûts et prix) ; ils ont ensuite reculé plus vite et plus profondément que lors des tassements d'activité passés. L'ensemble de ces informations fait conclure à un rebond imminent de l'économie américaine. Cependant certaines composantes de ces indicateurs fournissent des signaux ambigus : parmi les indicateurs avancés, la courbe de rendement, écart entre taux à 10 ans et taux courts, est passée très rapidement d'une situation d'inversion (taux courts excédant les taux longs) à une vive repentification (taux longs nettement supérieurs aux taux courts) : ceci tient d'une part aux fortes baisses de taux des fonds fédéraux, mais aussi au fait que les taux d'intérêt à long terme ont inhabituellement devancé les fluctuations des taux courts ; la correction partielle de leur forte baisse de début d'année 2001 nous rappelle que les primes de risque sur les

obligations privées demeurent élevées, du fait du report sur le long terme des emprunteurs éprouvant des difficultés à emprunter à très court terme ; dans le même ordre d'idée, les prêts bancaires aux entreprises industrielles et commerciales, composante des indicateurs retardés, reculent de manière spectaculaire, cependant que les banques continuent de déclarer qu'elles resserrent le crédit. Le brusque revirement de la Réserve fédérale américaine intervenu en début d'année doit dans ces conditions être analysé comme une réponse destinée à éviter un *credit crunch* plus que comme un moyen pour les entreprises de recouvrer une pleine aisance monétaire et d'enclencher rapidement une reprise durable.

Dans l'immédiat, les enquêtes auprès des directeurs d'achat suggèrent que la production industrielle s'est stabilisée en juin après s'être contractée à un rythme trimestriel compris entre 1 % et 2 %. Le lien habituel entre celle-ci et le PIB ne laisse place qu'à une très faible croissance économique au cours de la période mi 2000 - mi 2001. Les autres secteurs ne soutiennent pas autant l'activité globale que lors du passage à vide de la fin 1998. La production des services s'est notablement ralentie et a même marqué une baisse temporaire, si l'on en croit l'enquête auprès des acheteurs non manufacturiers. La résistance du logement est réelle, mais sans commune mesure avec le boom de 1998-1999, en dépit d'une baisse des taux hypothécaires tout aussi ample. Les ménages américains ont pu profiter de cette baisse pour renégocier avantageusement leurs emprunts et améliorer leur trésorerie ; c'est sans doute la principale explication de la résistance de la consommation à la chute de la Bourse, à la réduction des heures supplémentaires et aux pertes d'emploi.

Le point le plus préoccupant, qui s'oppose à une reprise rapide, est le recul sensible des taux d'utilisation des capacités de production. Celui-ci retrouve les bas niveaux de la récession 1990-1991, ce qui fait attendre une chute significative des commandes civiles d'équipement. Or celle-ci n'est qu'entamée, notamment dans la construction électrique et électronique, siège des activités de l'information et de la communication. La convalescence des activités traditionnelles, dont le pic d'activité remonte maintenant à plus d'un an, pourrait fort bien s'accompagner d'une détérioration supplémentaire du côté de la nouvelle économie, conduisant à une baisse de l'investissement productif total pour le reste de l'année en cours.

GRAPHIQUE I : ÉTATS-UNIS : INVESTISSEMENT ET TENSIONS



Source : Datastream.

Selon notre indicateur avancé, le PIB des Etats-Unis pourrait avoir baissé de près d'un quart de point au deuxième trimestre, puis remonter d'autant au troisième trimestre. La reprise s'effectuant ensuite lentement, la croissance serait alors d'environ 1,2 % en 2001, et comprise entre 2 % et 2,5 % en 2002, conformément à notre prévision d'avril. Une telle progression, sensiblement en retrait du potentiel de croissance généralement retenu pour les États-Unis, soit 3 % à 3,5 %, constituerait une déception affectant les perspectives de profits et la Bourse. Une détente supplémentaire des taux à long terme pourrait en résulter, la chronique des taux courts futurs étant alors revue en baisse. La nouvelle crise de défiance vis-à-vis des monnaies émergentes est un autre élément de modération des taux d'intérêt courts pour les prochains trimestres. Sa généralisation à l'Amérique latine va peser inévitablement sur le comportement de la Réserve fédérale américaine.

## L'Europe subit à plein le creux de l'activité

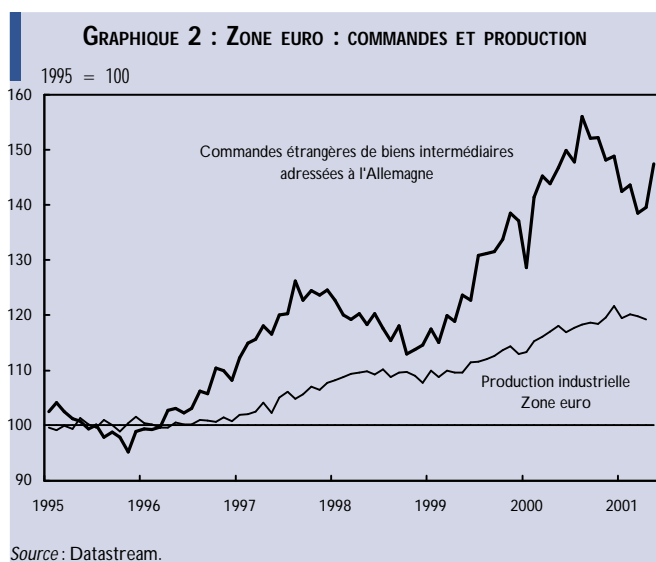
La zone euro n'est pas restée à l'écart des perturbations mondiales comme on avait pu l'espérer lors de la création de l'Union monétaire. L'existence d'une monnaie unique a certes permis d'exclure des turbulences sur les marchés des changes lors de l'épisode de faiblesse du dollar, fin 1998. En revanche, elle n'a pas évité que se mettent en place des politiques jumelles de relâchement puis de resserrement monétaire sur les deux rives de l'Atlantique. Par ailleurs, si les flux et reflux des activités informatiques ont été moins violents qu'aux États-Unis, la téléphonie mobile a aussi sensiblement influencé le cycle des affaires. Les utilisateurs, confrontés à une vague d'innovation plutôt décevante et sortant d'une phase très active d'extension du parc, ont réagi là aussi en retardant leur demande de renouvellement jusqu'à ce que l'offre redevienne plus attractive. Les coupes dans les équipements personnels et de bureaux peuvent être d'autant plus claires que mobiles et ordinateurs ont une durée de vie courte, habituellement imposée par l'obsolescence et non par l'usure. Dès lors que l'obsolescence ne joue plus aussi puissamment, la durée de vie de ces équipements s'en trouve automatiquement accrue et l'investissement brut fortement réduit.

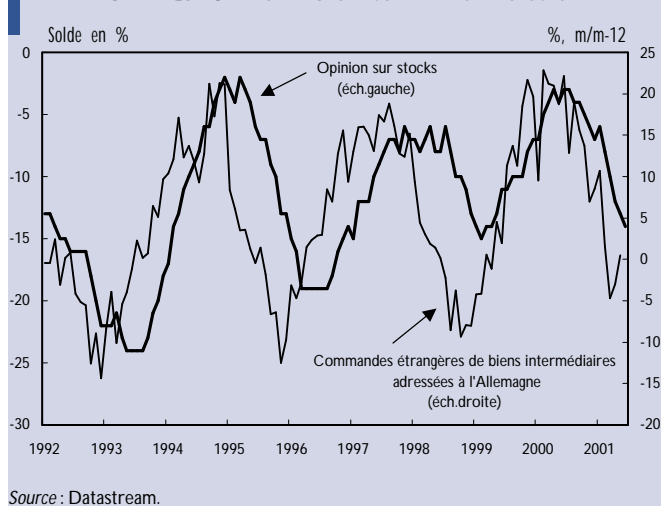
La production industrielle, restée en surplomb en début d'année 2001, a vivement rechuté depuis lors, et se trouve à présent plus en ligne avec les signaux émanant des indicateurs avancés. Elle pourrait baisser d'environ 2 % sur un an, en fin de printemps, atteignant alors son creux conjoncturel. Cet aller-retour a été accentué par une mauvaise appréciation des mouvements de la demande finale, de la part des entreprises ; les enquêtes de conjoncture mettent en effet en évidence un retournement inhabituellement tardif de la production prévue par rapport à la production récente. Les industriels avaient en conséquence continué d'accroître leurs approvisionnements jusqu'en septembre 2000, contribuant ainsi à exacerber les tensions sur l'appareil productif, ce qui suscitait en retour des dépenses d'équipement supplémentaires. Se rendant compte tardivement du retournement de la demande, ils ont alors réduit leurs stocks, puis freiné l'investissement, cependant que les créations d'emplois se raréfient après avoir été très abondantes.

Le taux de chômage européen tend à se stabiliser et pourrait temporairement remonter, entamant ainsi la confiance des ménages. La consommation, déjà pénalisée à l'automne par la hausse de l'énergie, l'est à nouveau par celle inattendue des produits alimentaires. L'on perd ainsi le principal soutien autonome que l'on pouvait espérer en 2001, vis-à-vis d'un environnement international affaibli. La baisse de l'euro a sans doute atténué l'impact du ralentissement extérieur sur les exportations ; en revanche, elle a continué d'amputer le pouvoir d'achat des consommateurs, ce qui n'était pas attendu.

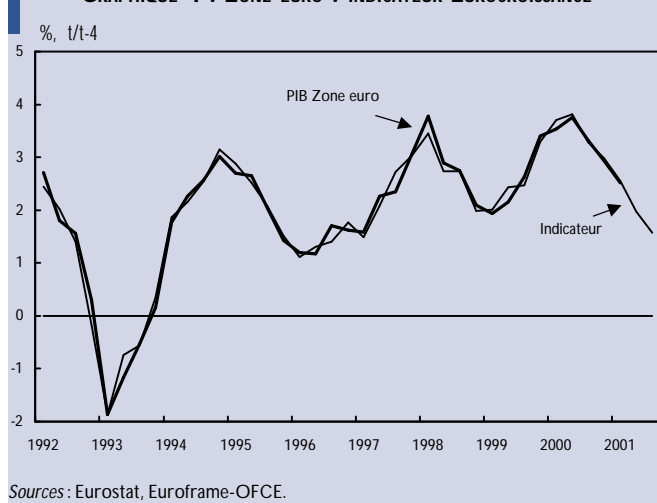
La convergence des taux de croissance des différents pays n'est encore que partielle au sein de la zone euro. D'un côté, les Pays-Bas et l'Espagne subissent un ralentissement sensible, tandis que la Finlande est affectée par l'électronique ; de l'autre, l'Allemagne n'en finit pas de décevoir, plombée par l'atonie de la construction et un handicap de compétitivité qui pèse sur la masse salariale. Les espoirs mis dans le soutien aux exportations germaniques, que devait apporter le regain d'investissement en Europe, sont déçus par le passage à vide actuel et reportés à plus tard. A cet égard, la récente détente des taux d'utilisation des capacités est relativement bien venue et ne revêt pas le caractère pénalisant qu'elle a aux États-Unis.

Toute reprise de la demande résultant notamment d'une modération des prix énergétiques ou alimentaires relancerait rapidement les besoins d'extension de l'appareil productif. Surtout, le point de départ de la reprise sera marqué par la fin du déstockage, une fois l'offre adaptée à la demande. Les brusques révisions de production intervenues depuis le début de l'année ont probablement permis aux entreprises de réaliser une grande partie de l'ajustement nécessaire. Ceci peut être apprécié au regard de l'évolution des commandes étrangères de biens intermédiaires adressées à l'industrie allemande, très représentatives de la demande européenne interentreprises. Ces commandes se sont redressées depuis mars et précèdent habituellement d'un semestre l'opinion des industriels sur l'état de leurs stocks et le mouvement général de la production dans la zone euro. On peut dès lors envisager un redressement de l'activité vers septembre-octobre. Celui-ci serait suivi de peu et amplifié par une meilleure tenue de la consommation, après le passage à vide en cours lié aux pertes de pouvoir d'achat. L'investissement, composante retardée de la demande, resterait faible au second semestre, puis repartirait au début de 2002.



**GRAPHIQUE 3 : ZONE EURO : COMMANDES ET STOCKS**

L'indicateur avancé pour la zone euro, calculé par l'OFCE dans le cadre du groupe Euroframe<sup>\*</sup>, estime la croissance du PIB sur un an à 2 % au deuxième trimestre et 1,6 % au troisième, après les 2,5 % publiés par Eurostat pour le premier trimestre. La séquence des progressions trimestrielles que l'on peut en déduire serait d'environ 0,2 % au deuxième et au troisième trimestre, après 0,5 % au premier. Une reprise en fin d'année conduirait à une moyenne annuelle 2001 se situant vers 1,9 à 2 %. Le décalage cyclique vis-à-vis des États-Unis serait plus visible, de l'ordre d'un trimestre, pour la production industrielle que pour l'ensemble de l'économie, ce qui serait assez conforme au comportement constaté lors des cycles post-unification allemande. Cependant le décalage de perception dévoilé par les enquêtes d'opinion resterait voisin d'un semestre, les entreprises européennes n'étant pas aussi aptes que leurs consœurs américaines à déceler en temps réel les changements infra annuels.

**GRAPHIQUE 4 : ZONE EURO : INDICATEUR EURO-CROISSANCE**

\* European Forecast and Research Association on the Macro Economy (groupe de huit instituts européens de recherche économique : CPB (La Haye), DIW (Berlin), ETLA (Helsinki), IfW (Kiel), NIESR (Londres), OFCE (Paris), Prometeia (Bologne) et WIFO (Vienne).

## Une détente monétaire reste possible en Europe

La politique monétaire de la BCE a été abondamment critiquée pour son manque de réactivité à court terme. De fait, prioritairement axée sur l'inflation, elle se fonde sur un horizon plus long et n'est en principe pas influencée par les développements de nature purement conjoncturelle. Jusqu'au milieu du printemps, les deux piliers de l'inflation et de la croissance monétaire lui laissent fort peu de marges de manœuvre d'assouplissement. Il en est probablement autrement aujourd'hui, où les dernières informations laissent attendre une croissance cumulée sur 2001 et 2002 sensiblement inférieure à celle retenue dans les propres prévisions de la Banque centrale. Dès juillet, l'on assistera au premier recul significatif de l'inflation ; cependant l'inflation sous-jacente, actuellement à 2,1 %, risque de continuer à s'élever jusqu'en fin d'année. La croissance monétaire M3, premier pilier de la BCE, a de nouveau débordé sa plage objectif : une analyse de ses contreparties semble toutefois montrer une décélération des crédits, en phase avec le tassement de la formation de capital des entreprises (stocks et équipement) et de la construction, tassement appelé à s'accroître. Cette information sera sans doute privilégiée par les autorités de Francfort, autorisant une baisse des taux de l'ordre d'un demi-point. Le problème est que l'agrégat monétaire large privilégié par la BCE est au mieux coïncident avec l'activité, sinon retardé. Faute de bien connaître les déterminants de la demande de monnaie en euro, la BCE est contrainte de piloter à vue, quoiqu'elle en dise. Ceci ne devrait cependant pas la conduire à accentuer dans l'avenir l'amplitude des variations de taux d'intérêt à court terme : le système financier et les entreprises européennes sont loin d'avoir pris autant d'engagements que leurs homologues américains, et la BCE ne se sent pas encore investie de responsabilités internationales, ce qui implique moins d'interventions en catastrophe.

L'euro pourrait en principe bénéficier du fait que le ralentissement américain aura été plus marqué que l'euro, cette année. En particulier, il est probable que les marchés n'anticipent pas pleinement la stagnation en cours du PIB américain, alors qu'ils sont plus réalistes dans le cas de l'Union monétaire. Cependant, la tendance persistante à considérer que l'investissement va rester plus rentable aux États-Unis aura du mal à s'estomper, et les mauvaises surprises concernant l'économie américaine pourraient bien pousser, à tort, à réviser à nouveau en baisse les perspectives européennes. On est sans doute aujourd'hui trop enclin à voir presque exclusivement dans les difficultés européennes l'impact du ralentissement américain, alors que les deux grandes économies ont essentiellement réagi à des causes communes. Contrairement à une opinion fréquente, la digestion des surcapacités de production outre-Atlantique s'avérera plus positive que négative pour l'Europe, en permettant une détente des conditions financières et un rééquilibrage des mouvements d'investissements directs. L'euro ne bénéficiera cependant de cette nouvelle donne que lorsque les investisseurs financiers européens auront réalisé le plus gros de leur diversification de portefeuilles. La meilleure configuration serait qu'il s'apprécie modérément, de manière à éliminer une part importée de l'inflation tout en maintenant une bonne situation compétitive.

# FRANCE : REVOIR LA CROISSANCE À LA BAISSÉ

Valérie CHAUVIN, Éric HEYER, Hervé PÉLÉRAUX, Mathieu PLANE et Xavier TIMBEAU

Département analyse et prévision

**E**n mars 2001, les prévisions de l'OFCE, comme celles des autres instituts étaient revues à la baisse. Notre précédente prévision intégrait déjà une forte révision pour l'année 2001 (- 0,7 point) résultant principalement du ralentissement américain et de ses conséquences sur la demande adressée à l'Europe et à la France.

Depuis le printemps, les mauvaises nouvelles conjoncturelles se sont accumulées et incitent à de nouvelles révisions. La croissance pour l'année 2001 ne serait plus que de 2,3 % (tableau 1). Cela s'explique par un ralentissement mondial plus marqué que prévu, comme l'indiquent les chiffres du commerce extérieur, par un choc imprévu sur les prix alimentaires, suite aux intempéries, qui ampute une partie du pouvoir d'achat des ménages, et un ralentissement de l'investissement des entreprises.

**TABEAU 1 : CROISSANCE DU PIB, RÉVISIONS**

En %

	2000				2001			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Indicateur avancé OFCE Juillet 2001	0,6	0,7	0,9	0,8	0,5	0,3	0,4	0,9
	3,4				2,3			
OFCE Avril 2001	0,6	0,7	0,6	0,9	0,6	0,7	0,8	0,9
	3,2				3,0			
INSEE Juin 2001	0,6	0,7	0,8	0,8	0,5	0,4	0,4	0,5
	3,3				2,3			

Sources : Comptes nationaux trimestriels, version du 7 juillet 2001, note de conjoncture INSEE de juin 2001, prévision OFCE d'avril 2001 et indicateur avancé OFCE pour le T2 et T3 de 2001. Le T4 de 2001 est celui de la prévision d'avril de l'OFCE.

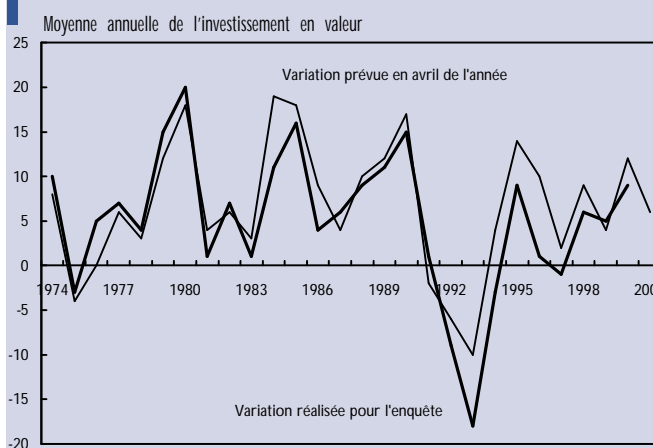
Le ralentissement de l'investissement découle à la fois de la réaction des entreprises à celui de la croissance, par un effet d'accélérateur, et du pendant européen du dégonflement de la bulle Internet qui a touché les États Unis. Le même processus de révision brutale de valorisation de certaines entreprises et d'apurement de dettes douteuses touche l'Europe, et entraîne une pause dans le processus d'investissement à l'œuvre depuis 1997. Un des secteurs les plus touchés par ce choc en Europe est le secteur des télécommunications sur lequel le poids des licences UMTS s'ajoute à une demande moins dynamique et à la fin d'un cycle d'innovation. L'Europe et la France subissent ainsi un choc de même nature que les États-Unis.

## De mauvaises nouvelles dans l'industrie...

Les enquêtes de conjoncture indiquent un net ralentissement dans l'industrie. L'indice de la production industrielle (jusqu'en mai 2001) a nettement baissé depuis le début de l'année, même si le léger rebond de mai pourrait laisser espérer la fin du creux. Parallèlement, le moral des industriels s'est dégradé, comme l'indique l'enquête mensuelle dans l'industrie (jusqu'en juin 2001). L'enquête trimestrielle dans l'industrie montre que le taux d'utilisation des capacités se détend et que les perspectives

d'embauches sont en retrait, bien qu'elles restent à un niveau encore élevé. L'enquête investissement de la fin mai 2001 (graphique 1) indique que les prévisions d'investissement des entreprises industrielles pour l'année 2001, encore bien orientées, ont été revues à la baisse de 3 points depuis le début de l'année. L'enquête de trésorerie dans l'industrie confirme l'intention des industriels de réduire leurs investissements. Elle indique toutefois que le niveau de trésorerie est jugé satisfaisant, augurant d'un potentiel pour un rebond à venir.

**GRAPHIQUE 1 : PLAN D'INVESTISSEMENT DANS L'INDUSTRIE EN AVRIL**



Source : Enquête sur l'investissement dans l'industrie

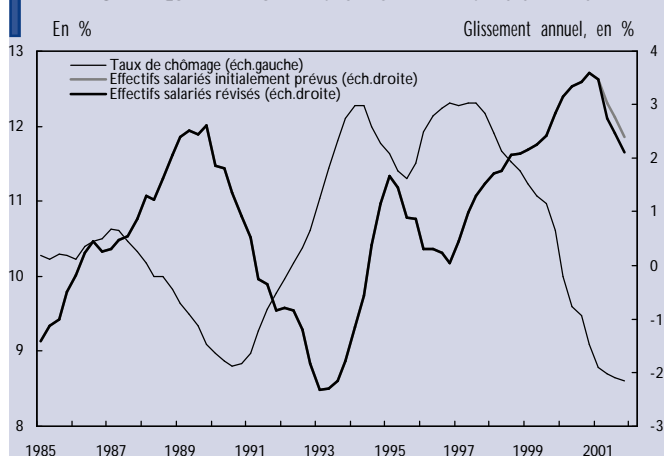
Moins bien couvert par l'information conjoncturelle, le secteur des services pèse néanmoins sur la conjoncture. L'enquête d'avril 2001 montre que si l'activité a été soutenue au début de l'année, un ralentissement est anticipé par les chefs d'entreprise pour la suite de l'année. Ceci est confirmé par un tassement des chiffres d'affaire pour les services aux entreprises et aux particuliers en avril 2001.

## Le marché du travail en demi-teinte...

Lors du trou d'air à la charnière entre 1998 et 1999, suite à la crise asiatique et russe, l'emploi avait été relativement épargné. Le revenu des ménages avait été préservé, ce qui avait contribué à soutenir la demande intérieure. Aujourd'hui, les informations concernant l'emploi sont contradictoires. D'une part, la croissance de l'emploi salarié a été très forte au premier trimestre, s'établissant à un rythme annuel toujours supérieur à 3 %. D'autre part, le taux de chômage est resté stable de février à mai 2001. L'emploi intérimaire accuse, selon l'Unedic, une forte baisse pour le troisième mois consécutif.

Notre prévision d'avril était celle d'un rythme annuel de création d'emplois d'environ 2,5 % à partir du 2<sup>e</sup> trimestre. Au 2<sup>e</sup> trimestre, il serait en fait de l'ordre de 2 %, ce qui expliquerait la stabilisation du taux de chômage à 8,7 % (graphique 2).

**GRAPHIQUE 2 : TAUX DE CHÔMAGE ET EFFECTIFS SALARIÉS**



Sources : INSEE, calculs OFCE.

## Quelques menaces pèsent sur le revenu des ménages

En raison de deux chocs, les prix à la consommation ont progressé plus rapidement que prévu au 2<sup>e</sup> trimestre 2001 (+ 2,2 % au lieu de + 1,4 % en glissement annuel). D'une part, le prix du pétrole exprimé en francs est resté stable au 2<sup>e</sup> trimestre, au lieu d'un repli de 10 % envisagé. D'autre part, les prix de l'alimentation ont accéléré depuis mars jusqu'à 6 % sur un an, l'offre de produits frais ayant été réduite par les intempéries. Chacun des deux facteurs explique environ 0,4 point de l'évolution de l'indice des prix à la consommation au 2<sup>e</sup> trimestre. Cette hausse inattendue des prix ne s'est pas répercutée sur les salaires et les prestations sociales. Le pouvoir d'achat des ménages s'est donc trouvé amputé de 0,8 % au 2<sup>e</sup> trimestre 2001. La moindre croissance de l'emploi pourrait aussi peser négativement sur le revenu des ménages.

Cependant, les allègements d'impôts, le ralentissement de l'inflation et une croissance plus forte des salaires, suite aux baisses antérieures du chômage, pourraient contrecarrer l'impact de l'évolution de l'emploi sur le revenu. Par ailleurs, les ménages français ont conservé depuis 1997 un taux d'épargne élevé, qui s'est accru en fin d'année 2000, le surplus de revenu apporté par les baisses d'impôt n'ayant pas été entièrement consommé. Ainsi, les conséquences sur la consommation pourraient être limitées, comme le montre le fort dynamisme des immatriculations automobiles en juin 2001.

## Un indicateur pour quantifier la baisse

L'indicateur avancé de l'OFCE synthétise économétriquement l'information conjoncturelle disponible. Il permet de retenir les éléments pertinents et de les traduire quantitativement en une estimation de la croissance pour le 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestre 2001. Pour le 4<sup>e</sup> trimestre, nous conservons le chiffre de notre précédente prévision, supposant un rebond à la fin de l'année, induit par une reprise mondiale, la baisse de l'inflation et la fin du creux d'investissement. Cette hypothèse joue peu sur la moyenne annuelle de l'année 2001.

L'indicateur avancé prévoit une croissance en glissement annuel du PIB de 2,7 % au 2<sup>e</sup> trimestre 2001 et de 2,2 % au 3<sup>e</sup>. Les taux de croissance trimestriels seraient respectivement de 0,3 % et 0,4 %. L'acquis de croissance 2001 au 3<sup>e</sup> trimestre, calculé par l'indicateur, serait de 2,3 % en moyenne annuelle.

Le recul de l'indicateur au 2<sup>e</sup> trimestre s'explique principalement par la forte dégradation des résultats de l'enquête mensuelle dans l'industrie : encore évaluée à 0,5 point de croissance du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre, sa contribution à l'indicateur s'annule aux 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres. Par contre, l'effet des autres composantes, qui reculent également, est plus homogène. Le secteur du bâtiment paraît avoir franchi un pic à la mi-2000 et il soutient la croissance moins que par le passé : sa contribution reculera légèrement à l'horizon de la prévision. Les indicateurs concernant la consommation des ménages n'impliquent pas d'infléchissement de la croissance.

Les conditions monétaires deviennent moins favorables : la baisse du dollar à la charnière de 2000 et 2001 se répercutera par un recul de sa contribution, de 0,1 point aux 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres 2001. Sa remontée actuelle aura des effets positifs à partir du 4<sup>e</sup> trimestre. Les taux d'intérêt continuent de peser sur la croissance : leur contribution reculera de 0,2 point entre les premier et troisième trimestres 2001. Le prix du pétrole s'est stabilisé. Sa contribution, encore négative au premier trimestre (- 0,3 point), s'annulerait à l'horizon de la prévision.

## Moins de croissance creuse le déficit public

Une croissance plus faible que prévue entraîne des recettes fiscales moins dynamiques qu'anticipées. La révision attendue conduirait à un creusement du déficit total des administrations de 0,3 point de PIB (26 milliards de francs cf. tableau 2).

**TABEAU 2 : IMPACT SUR LES DÉFICITS**

	Milliards de Francs	% du PIB
État	9	0,1
Sécurité sociale	14	0,2
Administrations publiques locales	4	0
<b>Administrations publiques</b>	<b>26</b>	<b>0,3</b>

Source : Calcul OFCE, e-mod.fr.

Le déficit anticipé dans la loi de finance initiale pour l'année 2001 était de 1,0 point de PIB. La révision à la baisse de la croissance entraînerait, si aucune correction budgétaire n'était effectuée, un déficit de l'ordre de 1,3 point de PIB, proche de celui de l'année 2000. La réduction du déficit serait ainsi interrompue, mais le niveau de déficit serait toujours compatible avec une réduction de la dette publique en point de PIB (pour une croissance de 4 % en valeur, le déficit qui stabilise la dette est de 2,3 points de PIB).

Le creusement du déficit induit par la moindre croissance n'est donc pas préoccupant pour l'année 2001 et ne demande pas, pour l'instant, de réviser la politique budgétaire. Les révisions de la croissance sont incertaines et peuvent difficilement justifier une remise en cause des baisses d'impôts, d'autant que cela accentuerait le tassement de la croissance. La réduction du déficit connaîtra une pause, mais, le ralentissement n'étant que conjoncturel, elle reprendra son cours avec une meilleure croissance. Une baisse des taux d'intérêt est plus appropriée en réponse à cette situation conjoncturelle, parce qu'elle allègerait la contrainte de financement sur l'investissement et aurait un impact plus rapide sur l'activité.

# ITALIE : LE PROGRAMME DE BERLUSCONI EST-IL APPLICABLE ?

Paola VERONI

Département analyse et prévision

Deux mois après son élection, la nouvelle majorité est prise en tenaille entre le coût élevé de ses promesses électorales et le respect des contraintes européennes, alors que la conjoncture internationale se dégrade. Le gouvernement s'est engagé à réaliser quatre objectifs prioritaires, faute de quoi il renonçait à se représenter aux prochaines législatives : réduction du taux de prélèvement obligatoire, création d'un million et demi d'emplois, augmentation de la pension minimale de retraite à 517 euros, réalisation d'au moins 40 % des grands travaux d'infrastructure figurant dans son programme électoral (7,5 points du PIB en 10 ans).

Les premières mesures du nouveau gouvernement comportent une certaine relance de la demande par l'investissement public et surtout une politique d'offre par la promotion de l'investissement privé et la libéralisation des marchés. Par contre, la consommation ne bénéficierait en 2001 d'aucune autre mesure que la hausse du minimum vieillesse.

Par rapport au programme électoral, la séquence est inversée. C'est l'accélération de la croissance qui doit permettre la baisse des taux de prélèvement et non la baisse des impôts qui doit engendrer une plus forte croissance. La présentation de ces mesures, avant la publication du document de programmation fixant l'orientation de la loi de finance pour 2002, a été précédée par une annonce de forte dégradation du déficit public pour 2001 : 2,6 % du PIB selon les estimations du gouvernement (1,5 % selon nos estimations), contre 0,8 % dans le Programme de stabilité. Néanmoins, aucune baisse des dépenses n'est envisagée ; le financement des mesures se fonde sur une croissance du PIB au taux moyen de 4 % sur 5 ans.

## Fiscalité des entreprises : faire et défaire

La majorité sortante avait introduit en 1998 une importante réforme de la fiscalité des entreprises. Celle-ci se compose aujourd'hui principalement de deux impôts :

— L'impôt régional sur l'activité productive (IRAP), avec une large base imposable (valeur ajoutée nette) et un taux bas (4,25 %), a remplacé une multitude d'impôts locaux et les cotisations maladie salarié et employeur. Il a réalisé l'objectif de simplification et de neutralité par rapport aux facteurs de production, tout en renforçant l'autonomie fiscale des régions, qui sont responsables du financement des dépenses de santé.

— La *Dual Income Tax* (DIT) a réformé l'imposition des bénéfices (IS). Le bénéfice est partagé en un *bénéfice ordinaire* (taxé à 19 %) et un *super-bénéfice* (taxé à 36 %), ce dernier obtenu en soustrayant le premier du bénéfice total. Le bénéfice ordinaire s'obtient en appliquant un taux d'intérêt (actuellement 7 %) au patrimoine net. Celui-ci est obtenu par le cumul des profits réinvestis et des émissions d'actions. Le cumul ne s'effectuant qu'à partir de 1996, le taux moyen d'imposition est aujourd'hui de 32,5 %, mais devrait diminuer jusqu'à 25 %, lorsqu'un montant plus important des bénéfices sera assujéti au taux de 19 %. La DIT réduit l'avantage fiscal du financement par endettement par rapport à l'émission d'actions, et vise le renforcement des fonds propres des entreprises.

La loi Visco avait introduit un allègement supplémentaire pour les années 1999, 2000 et 2001 : tout bénéfice réinvesti en biens d'équipements bénéficie du taux de 19 %. Par ailleurs, la loi de finances pour 2000 a introduit pour la période 2001-2006 des déductions fiscales dans les zones défavorisées, notamment le *Mezzogiorno* (crédit d'impôt de 15 % à 60 % pour les nouveaux investissements et de 100 % pour la création d'entreprise).

Le nouveau gouvernement a introduit une loi Tremonti-bis, reprise des mesures d'incitation à l'investissement en vigueur de la mi-1994 à la mi-1996. Celle-ci prévoit l'exclusion de la base de l'impôt sur les sociétés de 50 % du montant des investissements et des dépenses en formation (dans la limite de 20 % de la masse salariale), effectués en 2001 et 2002 et excédant la moyenne des 5 dernières années. La DIT est suspendue pour toute décision d'augmentation des fonds propres prise après le 30 juin 2001. Il est possible d'opter entre la loi Tremonti-bis et la DIT (avec la loi Visco) pour toute opération décidée avant le 30 juin 2001.

La déduction accordée par la loi Tremonti-bis s'applique à l'investissement indépendamment de son financement. La loi vise à relancer l'investissement et déconnecte l'impôt du niveau des fonds propres, alors que la DIT réduit le prélèvement en fonction de l'augmentation des fonds propres et la loi Visco en fonction de l'autofinancement pour les investissements. L'objectif d'atténuer la discrimination fiscale envers les fonds propres est donc perdu de vue. La loi Tremonti-bis conduit à la coexistence de trois taux d'imposition : 0 % (Tremonti), 19 % (Visco), entre 19 % et 36 % (DIT). Elle s'éloigne des objectifs de simplification et de la baisse structurelle du taux d'imposition poursuivis par la DIT.

La loi Tremonti-bis est une mesure conjoncturelle. La première loi était venue à point nommé en 1994 pour soutenir l'investissement productif, qui souffrait du ralentissement de la demande intérieure et étrangère (- 15 % en 1993). Elle avait permis d'amplifier l'effet de la baisse du coût du capital par la réalisation anticipée de plans d'investissements (+ 6,7 % en 1994 et + 10,6 % en 1995). Cependant, le processus d'accumulation a été freiné ensuite (- 3,8 % en 1996), malgré la réduction du taux d'intérêt et l'amélioration de la profitabilité. Le montant d'investissement additionnel engendré par la loi en 1994 avait été estimé à 1,7 point de PIB. La prévision du gouvernement est de 2,3 points de PIB en 2001 et de 3,1 points en 2002, ce qui semble très surévalué. Le financement de la mesure n'a pas été prévu. Le gouvernement semble estimer que la mesure n'aura aucun coût net, du fait de la suppression des allègements d'impôt existants, et surtout du fait des recettes budgétaires engendrées par le fort surcroît de croissance induite.

La loi Tremonti-bis devrait assurer la transition vers une réforme complète de la fiscalité annoncée au cours de la campagne électorale, qui envisage, outre la suppression de la DIT et de la loi Visco, la baisse du taux de l'IS à 33 %. Or le taux effectif de l'IS devait descendre à 25 % en régime permanent, lorsqu'un montant plus important des bénéfices aurait été assujéti au taux de 19 %. Le taux envisagé pour l'IS en absence de DIT est supérieur aux 19 %

payés par les entreprises nées après 1996 ou par celles ayant beaucoup augmenté leurs fonds propres récemment. Il eut été préférable d'accélérer la mise en place de la DIT et de poursuivre ainsi tant la baisse du prélèvement que la désincitation à l'endettement. Mais les bénéficiaires de la DIT sont les entreprises fortement capitalisées et à forte capacité d'autofinancement. Ce profil n'est pas représentatif des PME familiales qui constituent une partie importante du tissu industriel italien et de l'électorat du centre-droite.

Le programme électoral comprenait aussi l'abolition de l'IRAP, accusée de trop augmenter les prélèvements sur les bénéficiaires (33 % de DIT plus 5 % d'impact moyen de l'IRAP). Mais le coût de sa disparition (2,2 points de PIB), et le problème du financement des régions ont réorienté le gouvernement vers une redéfinition de la base imposable. On voit mal, toutefois, comment il pourra maintenir le niveau des recettes tout en diminuant le poids pesant sur le coût du travail et sur les bénéficiaires.

La baisse de l'IRPP aurait dû être l'autre élément clé de la réforme, *via* la réduction du nombre de tranches de revenu imposable à 2, au lieu des 5 actuelles. Le nouveau barème de l'IRPP prévoit l'exemption pour les revenus inférieurs à 11 390 euros ; une première tranche jusqu'à 103 800 euros imposée à 23 % ; un taux de 33 % au-delà. La situation des finances publiques ne devrait pas permettre son introduction en 2002. Par contre, un élément de progressivité du prélèvement, l'impôt sur les successions et sur les donations (dont le seuil d'exemption avait été relevé par la dernière loi de finances à 181 000 euros), a été déjà supprimé.

Le coût des réformes promises de l'IS et de l'IRPP est de 3,1 points de PIB ; leur financement serait assuré uniquement par le cercle vertueux de croissance engendré par la réforme elle-même.

## La lutte contre la fraude

Il y aurait en Italie, selon les estimations officielles, 3,5 millions de travailleurs (salariés et indépendants) non déclarés, soit 15 % de l'emploi. Près de 14,5 % du PIB serait réalisé par l'économie souterraine. Le gouvernement sortant avait déjà ajouté à la logique de sanction une dimension d'incitation. La majorité actuelle a fortement renforcé cette dimension. L'objectif est de régulariser un quart des salariés irréguliers et un cinquième des revenus d'entreprise et des revenus du travail (2,7 % du PIB au total).

Les entreprises revenant dans la légalité bénéficieraient d'un taux réduit de l'IS (ou de l'IRPP) de 10 % la première année, 15 % la deuxième, 20 % la troisième, sous un plafond égal à 3 fois la masse salariale régularisée (gain attendu : 7 milliards d'euros). De même, le taux de cotisation employeur serait de 8 %, 10 % et 12 % au lieu de 23,8 % (gain attendu : 4,6 milliards d'euros). Le travailleur régularisé verrait son taux de IRPP réduit à 6 %, 10 % et 12 % (gain attendu : 3,7 milliards d'euros). Il bénéficierait d'une exemption de cotisation pendant trois ans. Il pourra cependant choisir d'alimenter son compte retraite par des cotisations volontaires.

Les périodes de travail irrégulier ne seront pas sanctionnées, mais l'entreprise sera soumise à un impôt libératoire de 8 % des salaires non déclarés pour chaque année (gain attendu : 3,7 milliards d'euros). Pour le travailleur, la dette envers l'État s'annule avec le paiement de 103 euros par année de travail irrégulier (gain attendu : 0,3 milliard d'euros). Le gouvernement espère une hausse des recettes d'environ 0,4 point de PIB par an de 2001 à 2003.

## Retraites : le retour de l'assistance

La principale échéance qui attend la nouvelle majorité est celle d'une nouvelle phase de la réforme des retraites. La réforme de 1995 avait introduit un système à cotisations définies, établi le principe selon lequel la cotisation a la même rentabilité pour chaque assuré, et corrigé une partie des iniquités du système précédent. Mais le caractère redistributif du système disparaissait et les taux de remplacement étaient fortement réduits. Du fait de la longueur de la phase transitoire, les jeunes actifs devront payer une retraite généreuse aux plus âgés sans avoir en contrepartie une retraite satisfaisante. Ils devront se constituer une retraite complémentaire par capitalisation alors que le taux de cotisation obligatoire est déjà élevé. D'un côté, certains souhaitent un report rapide de l'âge de la retraite et un raccourcissement de la phase transitoire, qui pourraient permettre une baisse des cotisations.

De l'autre côté, le nouveau gouvernement s'est engagé à une forte hausse de la pension minimale. Aujourd'hui, toute personne ayant cotisé, mais dont la pension se situe en dessous d'un certain niveau (382 euros par mois en 2001) reçoit un complément qui l'amène à ce minimum, s'il ne dispose pas d'autres revenus. Si le total de ses revenus est compris entre une fois et deux fois la pension minimale, le complément n'est que partiel. En 2000, 24 % des pensions bénéficient d'un complément. La loi de finances 2001 permettait déjà de compléter la pension à 501 euros pour les plus démunis. La hausse promise par le programme du Centre-droite rehausserait le minimum à 517 euros. La mesure concernerait uniquement les personnes dont le revenu global est inférieur à la pension minimum. Mais le coût pourrait être plus élevé si la mesure est étendue au minimum vieillesse, qui garantit à tout citoyen d'au moins 65 ans (qu'il ait cotisé ou non) un revenu minimum de 281 euros par mois.

Cette mesure de solidarité remet en cause pour les plus bas salaires la capitalisation individuelle et le principe d'assurance, base de la réforme de 1995. La mesure ne doit pas être financée par la Sécurité sociale, mais son financement n'a pas encore été défini. Le gouvernement n'a pris aucune décision quant à la réforme des prestations chômage et la couverture du risque d'exclusion. Aucune réforme d'ensemble, articulant le système de solidarité et les régimes d'assurances, n'a été définie.

L'ambitieux programme de Silvio Berlusconi, notamment les projets de réduction du taux de prélèvement obligatoire et de forte hausse de l'investissement public, paraît incompatible avec les engagements européens. Selon le gouvernement, leur financement repose principalement sur la forte impulsion à la croissance, produite par ces mêmes projets. Même si l'écart de production de - 1,1 % en 2001 et le taux de croissance potentielle de 2,2 % (estimés par l'OCDE) peuvent sembler faible, une croissance à 4 % pendant 5 ans sans tensions inflationnistes n'est pas compatible avec les disponibilités des facteurs de production. Si le pari de l'impact sur la croissance n'est pas gagné et si une réduction des dépenses courantes de santé et retraite était nécessaire, une partie de l'électorat salarié du Centre-droite, ayant déjà dû renoncer à la baisse annoncée de l'IRPP, se sentirait abusée par les promesses électorales.