

REPRISE EN PORTE-À-FAUX

Perspectives 2002 – 2003 pour l'économie mondiale*

Un ralentissement marqué de l'économie mondiale...

L'économie mondiale a nettement ralenti en 2001, avec une croissance de 2,3 % après 4,4 % en 2000. Les attentats du 11 septembre ont eu un impact direct sur l'activité, mais limité à la fois temporellement et sectoriellement. L'incertitude politique générée par les attentats s'est rapidement estompée et les politiques économiques ont réagi rapidement. Le ralentissement a été principalement industriel et le cycle économique des différentes zones est synchronisé parce que les entreprises opèrent sur une base plus internationale que par le passé : la mondialisation n'est pas un vain mot. L'éclatement de la bulle technologique a frappé en premier lieu les États-Unis dès le milieu de l'année 2000, provoquant un repli important de l'investissement. Le ralentissement américain s'est rapidement transmis à l'Europe par le canal du commerce mondial, puis à l'investissement. Le Japon s'enfonce dans la crise et les politiques peinent à épurer la situation financière. Une des caractéristiques les mieux partagées du retournement de la conjoncture mondiale est celle d'une contribution très négative des variations de stocks. Pour autant, le ralentissement a été amorti dans la plupart des pays par la consommation des ménages.

Le ralentissement de l'économie mondiale a porté les rythmes de **croissance des échanges** de marchandises de 14 % en glissement au second semestre 2000 à - 6 % à la fin 2001. Dans les principaux pays industriels, l'ajustement de la croissance des importations a été plus important que l'ajustement de la croissance des exportations. Le tassement brutal du commerce mondial a affecté tout particulièrement les économies d'Asie et

d'Amérique latine. Du côté de l'Asie, Hong Kong, Singapour, Taiwan et la Malaisie sont les plus engagés commercialement avec les États-Unis et/ou spécialisés sur le secteur de l'électronique. Du côté de l'Amérique latine, la crise financière, circonscrite à l'Argentine, n'a que peu affecté la zone, davantage exposée à la contraction des marchés étrangers et à la baisse du prix des matières premières. Les pays pétroliers, et notamment la Russie, ont été relativement épargnés par le ralentissement mondial, grâce à la hausse des prix du pétrole en 1999-2000. La plupart des économies d'Europe centrale ont, à l'exception de la Pologne, résisté au ralentissement. La Chine n'a aussi été que peu affectée grâce à la taille de son marché intérieur.

Le triplement du **prix du pétrole** de 1999 à la mi-2000 a été un des grains de sable qui a enrayé la machine de la croissance mondiale. Symétriquement, sa baisse suite aux attentats du 11 septembre 2001 a été une bouffée d'oxygène pour la croissance. Depuis, le pétrole est resté aux alentours de 20 dollars jusqu'au début du mois de mars, soit une baisse de 35 % sur un an. Ce bas niveau s'explique par la politique très accommodante de l'OPEP qui a accepté momentanément un prix inférieur à son objectif.

...qui a frappé toutes les économies industrielles à des moments et à des degrés divers

Le ralentissement de la **croissance américaine**, particulièrement marqué après la période faste de la seconde moitié des années 1990, ne ressemble pas à une récession habituelle. La forte baisse de l'investissement productif et des exportations et le déstockage massif sont amortis par la croissance de la consommation des ménages, des dépenses publiques et de l'investissement résidentiel, et la baisse des importations. La résistance de la consommation des ménages repose sur le dynamisme du revenu disponible réel. La destruction d'emplois et la baisse de la durée du travail sont compensées par la faiblesse de l'inflation et la croissance du salaire horaire nominal.

* Cette étude résume le dossier à paraître dans le n° 81 de la *Revue de l'OFCE*. Elle a été rédigée par le Département Analyse et Prévision de l'OFCE. L'équipe dirigée par Eric Heyer et Xavier Timbeau comprend Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valérie Chauvin, Gaël Dupont, Thierry Latreille, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Florian Pelgrin, Christine Riffart, Danielle Schweisguth et Paola Veroni. La prévision intègre les informations disponibles au 29 mars 2002.

TABLEAU 1 : PRINCIPALES HYPOTHESES ET RESUME DES PREVISIONS

	Trimestres ou semestres												Années		
	2001				2002				2003				2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<i>Prix du pétrole en \$¹</i>	25,9	27,1	25,3	19,4	21,0	21,0	22,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	24,4	21,7	23,0
<i>Matières premières industrielles en \$²</i>	0,6	- 5,2	- 5,7	- 6,4	2,8	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0	3,0	3,0	- 9,2	- 6,1	7,5
<i>Taux de change¹</i>															
1 euro = ...\$	0,92	0,87	0,89	0,90	0,87	0,87	0,87	0,87	0,89	0,91	0,92	0,94	0,90	0,87	0,92
1 \$ = ...yen	118	123	122	124	133	133	134	135	134	133	131	130	121	134	132
1 £ = ... €	1,58	1,63	1,62	1,61	1,63	1,63	1,63	1,63	1,61	1,60	1,58	1,56	1,61	1,63	1,59
<i>Taux d'intérêt courts¹</i>															
États-Unis	5,3	4,1	3,3	2,1	1,7	1,8	2,3	2,8	3,0	3,2	3,4	3,7	3,7	2,2	3,3
Japon	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3
Zone euro	4,7	4,6	4,3	3,4	3,3	3,3	3,4	3,7	3,9	3,9	4,2	4,4	4,3	3,4	4,1
Royaume-Uni	5,7	5,2	4,9	4,1	4,0	4,0	4,2	4,4	4,5	4,7	4,9	5,2	5,0	4,2	4,
<i>Taux d'intérêt longs¹</i>															
États-Unis	5,1	5,3	5,0	4,8	5,1	5,1	5,3	5,4	5,6	5,7	5,9	6,0	5,0	5,2	5,8
Japon	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,3	1,5	1,7
Zone euro	5,0	5,2	5,1	4,8	5,0	5,1	5,1	5,2	5,3	5,4	5,4	5,5	5,0	5,1	5,4
Royaume-Uni	4,8	5,1	5,0	4,6	4,8	4,8	4,9	5,0	5,0	5,1	5,2	5,3	4,9	4,9	5,2
<i>Prix consommation²</i>															
États-Unis	1,0	0,8	0,2	- 0,1	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,8	1,3	2,2
Japon													- 1,3	- 0,5	0,0
Zone euro	0,6	1,3	0,2	0,3	0,7	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	2,6	1,7	1,8
Royaume-Uni	- 0,1	1,7	0,2	0,2	0,2	1,4	0,2	0,6	0,2	1,2	0,2	0,6	2,1	2,2	2,3
<i>PIB en volume, cvs²</i>															
États-Unis	0,3	0,1	- 0,3	0,4	0,9	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,2	2,0	2,7
Japon	1,0	- 1,2	- 0,5	- 1,2	- 0,4	- 0,1	0,2	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	- 0,4	- 1,7	1,2
Zone euro	0,6	0,1	0,1	- 0,1	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	1,5	1,2	2,5
Allemagne	0,4	0,0	- 0,2	- 0,3	0,2	0,6	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	2,1
Italie	0,8	0,0	0,1	- 0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	1,8	0,8	2,2
Royaume-Uni	0,6	0,5	0,4	0,0	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,6	0,7	2,2	1,7	2,6
<i>Importations de marchandises en volume, cvs²</i>															
Monde	- 1,8	- 1,2	- 1,8	- 0,6	0,2	1,1	1,4	1,6	1,8	1,9	2,0	2,1	- 0,5	0,5	7,1
Pays industrialisés	- 1,9	- 1,2	- 2,2	- 0,7	0,0	1,0	1,2	1,4	1,6	1,6	1,9	2,0	- 1,2	- 0,3	6,3
PED	- 1,6	- 1,0	- 1,0	- 0,4	0,8	1,3	1,8	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4	1,1	2,2	8,9
<i>Balances courantes en points de PIB, cvs</i>															
États-Unis	- 4,3		- 3,9		- 3,6		- 3,7		- 3,8		- 3,9		- 4,1	- 3,7	- 3,9
Japon													2,1	2,4	3,0
Allemagne	- 0,4		1,6		1,4		1,5		1,5		1,7		0,6	1,5	1,6

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.

Le **Japon** est de nouveau engagé dans une crise grave. Au quatrième trimestre 2001, la croissance du PIB a été négative pour le troisième trimestre consécutif, plombée par le marasme de la demande intérieure. Le taux de chômage est passé de 2 % en 1993 à plus de 5 % fin 2001. La politique budgétaire, contrainte par le poids de la dette publique, ne peut être un soutien de l'activité. Néanmoins, la récente dépréciation du yen a un effet favorable sur les exportations et la déflation.

Au **Royaume-Uni**, la croissance a été de 2,2 % en 2001, soit la plus forte du G7. La consommation des ménages est restée le principal moteur de la croissance grâce à la progression des salaires, au bas niveau du taux de chômage et à la baisse des taux d'intérêt. La politique budgétaire a aussi soutenu la croissance. Le Royaume-Uni n'a néanmoins pas échappé au ralentissement mondial. L'investissement privé a marqué une pause après cinq années de forte croissance, tandis que la contribution des variations de stocks à la croissance était légèrement négative.

Après une croissance exceptionnelle de 3,4 % en 2000, l'activité de la **zone euro** a rapidement ralenti et est atone depuis le deuxième trimestre 2001. Dans presque tous les pays européens, le taux d'investissement a baissé dès le premier trimestre 2001. Encore dynamique durant la première moitié de 2001, la consommation des ménages s'est nettement infléchie, les effets des allègements fiscaux s'estompant et le marché du travail se dégradant. Au-delà de ce constat général, les divergences de situation restent importantes entre pays de la zone.

L'**Allemagne** est, des grands pays de la zone, celui qui a connu le plus fort ralentissement. La consommation des ménages a d'abord ralenti en raison de l'accélération de l'inflation, puis sous l'effet du recul de l'emploi. Les entreprises ont diminué leurs dépenses d'investissement productif dès la fin 2000. La politique budgétaire n'a pas été en mesure de soutenir une demande privée atone. Le déstockage de l'Allemagne a été plus tardif qu'aux États-Unis, mais d'une ampleur similaire. Le seul point positif est la contribution fortement positive du commerce extérieur en 2001. L'Allemagne a en effet pleinement bénéficié de sa présence commerciale importante dans les PECO, qui ont été relativement épargnés jusqu'à la mi-2001. L'**Italie** a atteint une croissance, en moyenne annuelle, plus forte que celle de la zone, ce qui n'avait pas été le cas durant toute la seconde moitié des années 1990. Contrairement à l'Allemagne, c'est la demande intérieure, et plus précisément l'investissement tant public que privé, qui a soutenu la croissance, alors que le commerce extérieur la tirait vers le bas. L'Italie se distingue aussi par une contribution des variations de stocks moins négative que dans les autres pays. Le ralentissement du cycle n'a pas interrompu la phase de croissance de l'emploi. L'**Espagne** est restée dans le peloton de tête grâce à une meilleure résistance de la consommation des ménages et de l'investissement en bâtiment, soutenu par un vaste plan public d'infrastructures.

Un scénario de reprise commun à tous les pays

A la fin du premier trimestre 2002, la reprise paraît acquise. Les signaux sont manifestes dans les indicateurs conjoncturels, du côté des entreprises comme des ménages. La reprise technique, liée à la fin du déstockage dans l'ensemble des pays développés, suffirait à enclencher la reprise générale de l'activité. Dès lors que les entreprises ne peuvent plus répondre à la demande en puisant uniquement dans leurs stocks, elles augmentent leur production. L'augmentation du nombre d'heures travaillées génère du revenu, donc de la consommation et donc des nouvelles commandes. Finalement, les entreprises embauchent et investissent de nouveau. La reprise de l'investissement s'appuierait aussi sur une nouvelle vague d'innovations

autour des technologies de l'information et de la communication. L'investissement progresserait de nouveau dès la mi-2002, mais le bas niveau des taux d'utilisation des capacités de production ne permet pas de prévoir une reprise forte avant 2003. L'amélioration de la situation des entreprises suppose que le marché du travail reste, au moins sur la première moitié de l'année 2002, encore peu actif, les gains de productivité ainsi dégagés permettant de contenir les coûts salariaux nominaux. Le risque inflationniste serait écarté et soutiendrait les taux de marge. Mais une diminution lente du taux de chômage impliquerait une consommation des ménages prudente. Cette dernière profiterait cependant des gains de pouvoir d'achat des ménages issus du ralentissement de l'inflation, conforté par la baisse du prix du pétrole en 2002 par rapport à 2001. Le scénario retenu pour le prix du pétrole repose sur le maintien de la nouvelle entente entre l'OPEP et les principaux pays producteurs. Selon nos hypothèses sur les fondamentaux, le prix du pétrole atteindrait 23 dollars fin 2002 et resterait à ce niveau en 2003. Ce scénario ne retient pas comme hypothèse centrale le risque d'un nouveau choc pétrolier lié aux tensions au Proche-Orient.

Aux États-Unis, deux autres facteurs soutiendraient la reprise : la faiblesse initiale des taux d'intérêt et l'impulsion budgétaire. Et l'enclenchement de la reprise américaine serait le signal attendu par tous pour consolider la reprise mondiale, par le canal du commerce. Le commerce mondial de marchandises renouerait avec des rythmes de croissance de l'ordre de 8 % fin 2003. L'économie japonaise resterait à l'écart de la reprise, à cause de la crise structurelle de son système bancaire. La croissance mondiale atteindrait 2,4 % en moyenne annuelle en 2002, puis accélérerait à 3,6 % en 2003 (tableau 2).

TABLEAU 2 : PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE

Taux de croissance annuels, en %

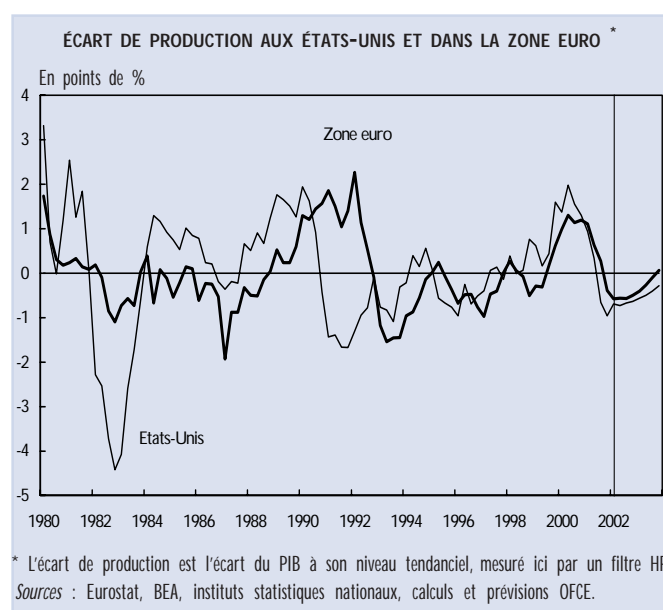
	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2001	2002	2003
Allemagne	5,2	0,7	0,8	2,1
France	4,0	2,0	1,6	2,9
Italie	3,7	1,8	0,8	2,2
Espagne	1,9	2,8	1,7	2,9
Pays-Bas	1,0	1,1	1,3	2,3
Belgique	0,7	1,1	0,8	2,5
Autriche	0,5	1,1	1,2	2,4
Finlande	0,3	0,7	1,8	3,6
Portugal	0,4	1,7	0,7	2,1
Grèce	0,4	3,5	2,8	3,7
Irlande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

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

2. Y compris Turquie.

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

La similitude des scénarios américain et européen masque toutefois des différences de fond. La contrainte du Pacte de stabilité dans la zone euro s'atténuerait en 2003, avec des politiques budgétaires relativement neutres. En revanche, les États-Unis continueraient d'être contraints par le niveau élevé de l'endettement privé. C'est pourquoi, fin 2003, les États-Unis resteraient en-deçà de leur potentiel alors que la zone euro l'atteindrait (graphique). Fin 2002, la croissance américaine renouerait avec un rythme de croissance en glissement de 2,9 %, mais n'accélérerait pas en 2003. La croissance de la zone euro serait de 1,1 % en 2002 et de 2,5 % en 2003. L'indicateur avancé de l'OFCE prévoit même une croissance de 1,2 % au premier trimestre et de 0,6 % au deuxième trimestre 2002. Pour autant, cette impression d'une zone euro plus dynamique ne doit pas faire oublier qu'atteindre son potentiel ne suffit pas à réduire le chômage. La croissance allemande resterait inférieure à la moyenne de la zone euro, la croissance italienne repasserait en dessous et la croissance espagnole continuerait d'être supérieure.



La reprise est toutefois hypothéquée par plusieurs facteurs. Premièrement, si la faiblesse de la croissance de la consommation des ménages perdure, un scénario en W pourrait s'enclencher. Deuxièmement, la politique monétaire européenne souffre d'une crédibilité encore fragile et la politique budgétaire est confuse, du fait des contradictions entre les politiques annoncées et les engagements liés au Pacte de stabilité. Troisièmement, le niveau de l'endettement privé aux États-Unis est élevé et la dévalorisation des actifs boursiers l'a rendu presque insoutenable.

Une grande diversité de *policy mix*

Une fois le ralentissement européen confirmé, un consensus a fait jour pour laisser jouer les stabilisateurs automatiques, mais dans la limite des 3 points de PIB de déficit et sans remise en cause de l'objectif d'un budget au moins équilibré à moyen terme. La mise en œuvre d'une stimulation budgétaire s'avère impossible dans le cadre strict du Pacte de stabilité. Ainsi, contrastant avec les choix de politique économique aux États-Unis (réductions d'impôts et hausse des dépenses), la **politique budgétaire dans la zone euro** serait légèrement restrictive en 2002. En revanche, elle serait tout juste neutre en 2003, alors que la politique américaine serait légèrement restrictive. L'impulsion budgétaire au Royaume-Uni serait, pour sa part, positive les deux années.

La **politique monétaire des États-Unis** a été très expansionniste. Parti de 6,5 % fin 2000, le taux des *Federal Funds* a atteint 1,75 % fin 2001. Les anticipations de reprise de l'activité laissent à penser qu'un resserrement des taux interviendrait au début de l'été. Cependant, la Réserve Fédérale tiendrait compte de la situation d'endettement des agents, du problème du déficit courant et de l'impact d'une hausse des taux sur le prix des actifs. Notre prévision de taux est donc plus prudente que celle inscrite dans les anticipations des marchés. Les taux courts se situeraient à 2,8 % fin 2002 et à 3,7 % fin 2003. Combinés à un scénario de reprise modeste de la croissance américaine et donc à l'absence de pressions inflationnistes, l'apparition d'un déficit budgétaire ne conduirait qu'à une augmentation limitée des taux longs à l'horizon 2003, qui atteindraient 6 % fin 2003. La **politique monétaire de la zone euro** a également été assouplie en 2001. Le taux minimal de refinancement se situe depuis novembre 2001 à 3,25 %, soit 1,5 point de moins qu'en avril 2001. La BCE est confrontée à des incertitudes différentes de celle des États-Unis : Pacte de stabilité, crédibilité encore fragile, décalage du cycle conjoncturel et inflation supérieure à la cible de 2 %. Ainsi, la BCE n'interviendrait pas avant le troisième trimestre 2002. Les taux courts atteindraient 4,4 % fin 2003. Les taux longs augmenteraient progressivement jusqu'en 2003. La **politique monétaire britannique** a été réactive. Le taux directeur est de 4 % depuis novembre 2001 (soit une baisse de 2,5 points par rapport à février 2001). La politique monétaire devra essentiellement tenir compte de la situation d'endettement des agents. Ainsi, la Banque d'Angleterre n'augmenterait son taux directeur qu'au troisième trimestre 2002. Les taux courts atteindraient 5,3 % fin 2003. Les taux longs adopteraient le même profil que ceux de la zone euro. Au **Japon**, les mauvais jours sont encore à venir et la priorité demeure l'épuration des créances douteuses et la recapitalisation des banques. Le taux directeur, proche de zéro, ne connaîtrait pas de hausse avant le début de l'année 2003.

Les **marchés des changes** ont été marqués par la vigueur du dollar. Depuis la mi-janvier 2002, l'euro se déprécie face à la monnaie américaine et oscille dans la zone 0,87 – 0,89 dollar. D'ici fin 2002, l'euro fluctuerait autour de 0,87 dollar, puis s'apprécierait au cours de 2003, au fur et à mesure que la croissance de la zone euro se consoliderait. La livre sterling s'affaiblirait légèrement par rapport à l'euro. Que ce soit par rapport au dollar ou l'euro, le yen se déprécie de manière continue depuis fin septembre 2001. Il ne s'apprécierait qu'à partir de 2003.

Les **marchés boursiers** sont en repli depuis la mi-2000. Les pertes subies en septembre 2001 n'ont été que partiellement compensées suivant les pays. Paradoxalement, le marché américain a mieux résisté que le marché européen. Les marchés boursiers font preuve d'une grande volatilité au gré des bonnes nouvelles de conjoncture et des mauvaises nouvelles de scandale financier ou de pertes des entreprises. Par ailleurs, l'incertitude macroéconomique a induit une plus forte aversion pour le risque, notamment vis-à-vis des pays émergents. Enfin, même s'il existe encore un potentiel pour les nouvelles technologies, les performances des différents marchés sont contrastées et les valeurs des télécommunications restent malmenées. A la suite du scandale lié à la faillite d'Enron, la croissance de la Bourse pourrait rester durablement modérée, la suspicion de manipulation comptable jetant une ombre sur la progression des profits ■

FRANCE : LE PIRE S'ÉLOIGNE

Perspectives 2002-2003 pour l'économie Française

L'économie française, qui croissait vivement depuis 1997 avec un taux moyen de 3 % par an, a connu un ralentissement en 2001 avec un taux de 2 % en moyenne et même un recul du PIB au quatrième trimestre (- 0,1%). Après la reprise technique du premier semestre, la croissance se raffermirait à partir de la mi-2002. En 2003, une poursuite de cette tendance permettrait d'atteindre un résultat moyen bien supérieur à 2002. La croissance de l'économie française serait, en rythme annuel, de 1,6 % en 2002 et de 2,9 % en 2003.

Le chiffre pour 2002 peut paraître faible et conduire à des conclusions erronées. Le raisonnement en moyenne annuelle est trompeur dans une phase de reprise de l'économie. Après une croissance légèrement négative au quatrième trimestre 2001, l'économie française ne bénéficie d'aucun acquis de croissance pour 2002. A titre de comparaison, en 2001, sur une croissance de 2 %, 1,3 % provenait de l'acquis de 2000. Pour 2002, cet effet positif a pratiquement disparu (0,2 %). Cela signifie que la croissance de 2002 proviendra entièrement de ce qui aura été généré durant l'année.

En 2001, le ralentissement de l'économie française...

Le recul de l'économie américaine et la crise de la nouvelle économie expliquent l'essentiel du ralentissement de la France en 2001.

S'il est vrai que tous les pays sont désormais très dépendants les uns des autres — la part du commerce extérieur dans le PIB a doublé sur les vingt dernières années —, le ralentissement américain ne peut pas expliquer à lui seul celui de la France. Ce qui peut être appréhendé comme dépendance des États-Unis depuis deux ans, correspond pour partie aux effets de chocs communs des deux côtés de l'Atlantique.

TABLEAU 1 : CONTRIBUTIONS A LA CROISSANCE DU PIB

Moyenne annuelle (en %)	1999	2000	2001	2002	2003
Taux de croissance du PIB	3,0	3,6	2,0	1,6	2,9
Dépenses des ménages	2,0	1,8	1,5	1,0	1,7
Investissements des entreprises	0,7	0,9	0,5	0,0	0,4
Dépenses des administrations	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5
Variations de stocks	- 0,4	0,4	- 1,0	0,1	0,1
Total de la demande intérieure	3,0	3,8	1,7	1,5	2,8
Solde extérieur	0,0	- 0,2	0,4 ¹	0,0	0,1

1. Les contributions du commerce extérieur et des stocks en 2001 sont à considérer avec prudence. Des opérations exceptionnelles de livraisons de paquebots au premier trimestre 2001 ont induit un fort déstockage apparent et des exportations très importantes. Ces livraisons n'ont pas d'influence sur le PIB, ainsi, hors ces opérations exceptionnelles, la contribution des stocks est de - 0,1 et la contribution extérieure de - 0,3 ce qui donne une image plus conforme de la réalité.

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

En 2000, le choc résultant de la hausse du prix du pétrole a été simultané et pratiquement de même ampleur en France et aux États-Unis. Cet important prélèvement sur le revenu disponible a pesé sur la consommation et sur l'investissement français, coûtant 0,5 point de croissance en moyenne annuelle.

Depuis le début 2001, l'économie française subit le retournement des anticipations de profit sur les marchés boursiers et le dégonflement de la bulle « Internet », choc très semblable à celui qui affecte les États-Unis depuis plus d'une année. Le retard accumulé dans la zone euro dans les nouvelles technologies pouvait laisser penser que la France et l'Europe, étaient à l'abri de surcapacités dans le secteur des NTIC. Cependant, la mondialisation, en raccourcissant le temps de réaction des investisseurs, et le développement du climat d'incertitude après les attentats du 11 septembre, ont accentué le freinage des dépenses en investissement des entreprises en nouvelles technologies. La crise dans la sphère technologique s'est ensuite transmise à toute l'économie.

... a entraîné des déséquilibres pour les entreprises...

Conséquence directe du ralentissement économique, la baisse du chômage, qui durait depuis quatre ans, s'est interrompue en milieu d'année. Les emplois créés ont fortement ralenti, passant de 640 000 en 2000 à 380 000 en 2001.

Par ailleurs, alors que les salaires ont continué à progresser, le ralentissement a pesé sur la productivité du travail, si bien que les coûts salariaux ont accéléré. Les entrepreneurs ont jusqu'à présent limité la baisse de leur taux de marge en augmentant leurs prix.

Enfin, les industriels jugent leur niveau de stocks beaucoup trop élevé. Des ajustements sont donc nécessaires, dont certains ont déjà été effectués. Les entreprises ont procédé à un fort déstockage qui a amputé la croissance de 1 point de PIB en 2001, dont 0,5 et 0,4 pour les seuls troisième et quatrième trimestres.

...tandis que la consommation était plus soutenue

Ces dernières années, les différents gouvernements ont développé des politiques d'emploi (mise en place des 35 heures, créations des emplois jeunes), baissé les charges sur les bas salaires et allégé les impôts. Cela a permis à l'économie française de créer au cours des années 2000 et 2001 plus d'emplois que ses principaux partenaires de la zone euro, ce qui a apporté un soutien au revenu et à la consommation des ménages. Cette progression du pouvoir d'achat a permis à l'économie française de mieux résister que les États-Unis et ses principaux voisins européens, notamment l'Allemagne et l'Italie.

TABLEAU 2 : EQUILIBRES RESSOURCES-EMPLOIS EN BIENS ET SERVICES MARCHANDS (AUX PRIX DE 95)

	Niveau (Mds € 95) 2000	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %		
		2002				2003				2001	2002	2003
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 344	0,5	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	2,0	1,6	2,9
Importations	365	0,7	1,3	1,5	1,9	1,9	2,2	2,2	2,3	-0,2	-2,0	8,0
Consommation des ménages	723	0,3	0,2	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	2,9	1,8	2,9
Consommation des administrations	307	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,1	2,0	2,1
FBCF totale, dont :	268	-0,5	-0,1	0,5	0,6	0,7	0,8	1,1	1,1	2,8	-0,2	2,8
- Entreprises	163	-0,6	-0,3	0,4	0,5	0,7	0,9	1,4	1,3	4,1	-0,4	3,0
- Ménages	64	-0,8	0,0	0,7	0,9	0,7	0,8	0,9	1,0	-0,2	-0,3	3,1
- Administrations	40	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,7	0,9	1,3
Exportations	392	0,2	1,1	1,5	1,8	1,8	2,2	2,2	2,1	1,1	-1,8	7,7
Variations de stocks (contrib.)	8	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,1	0,1
Demande intérieure totale hors stocks	1 307	0,2	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	2,7	1,4	2,7

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

TABLEAU 3 : QUELQUES RÉSULTATS SIGNIFICATIFS

	Evolutions trimestrielles								MA GA		MA GA		MA GA	
	2002				2003				2001		2002		2003	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
Emploi total (en milliers)	-9	37	47	53	53	55	65	69	536	379	143	127	216	242
Nombre de chômeurs ¹ (en milliers)	38	3	-4	-9	-9	-20	-31	-41	-178	-16	99	27	-57	-100
Taux de chômage ¹ (en %)	9,1	9,1	9,1	9,0	9,0	8,9	8,8	8,6	8,8	-0,1	9,1	0,0	8,8	-0,4
Prix à la consommation (en %)	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	1,6	1,4	1,6	1,8	1,7	1,7
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	4,0	3,7	2,9	3,0	3,2	3,2
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	2,8	2,8	2,7	2,9	3,1	3,2
<i>Ménages</i>														
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,3	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	3,6	1,8	2,1	1,9	2,3	2,4
Taux d'épargne (en %)	16,7	16,9	16,7	16,6	16,4	16,3	16,3	16,2	16,5		16,7		16,3	
Taux d'épargne financière (en %)	7,7	7,9	7,8	7,6	7,4	7,4	7,3	7,2	7,3		7,7		7,3	
<i>Entreprises</i>														
Taux de marge (en %)	39,6	39,7	39,8	39,9	39,9	39,9	40,0	40,1	39,6		39,7		40,0	
Taux d'investissement (en %)	17,5	17,3	17,2	17,1	17,1	17,1	17,2	17,2	17,7		17,3		17,2	
Taux d'autofinancement ² (en %)	78,8	79,1	83,1	84,2	82,8	79,9	84,2	85,8	78,3		81,3		83,2	
<i>Administrations</i>														
Capacité de financement/PIB (en %)	-1,9	-1,8	-2,1	-2,2	-2,0	-1,7	-2,1	-2,1	-1,4		-2,0		-2,0	
Taux de prélèvement obligatoire (en %)									44,9		44,5		44,1	
<i>Taux d'intérêt</i>										T4		T4		T4
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	5,4	4,8	5,0	5,4	5,1	5,2	5,2	5,2	4,9	4,7	5,1	5,4	5,2	5,2
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	4,1	3,5	3,7	4,1	3,9	3,9	3,9	4,0	4,3	3,4	3,8	4,1	3,9	4,0

1. au sens du BIT

2. Epargne brute/FBCF

Notes : MA moyenne annuelle ; GA : glissement annuel.

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

	Evolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2002				2003				2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de produits manufacturés adressée à la France (en %)	0,3	1,0	1,2	1,4	1,7	1,8	2,0	2,0	0,4	0,7	6,6
Prix des concurrents en devises (en %)	-1,4	-1,0	0,2	0,2	2,5	2,4	1,3	2,3	2,1	-1,5	5,6
Prix du pétrole en \$	21,0	21,0	22,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	24,4	21,7	23,0
Prix des importations en francs (en %)	0,3	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	-0,4	0,6
Prix des exportations en francs (en %)	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,3	0,4	1,0	0,0	0,2
Solde des biens et services (Mds de francs)	7,4	7,3	7,2	7,3	7,2	7,1	7,3	7,4	27,0	29,2	29,0

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

Quel scénario de reprise ?

Depuis le début de l'année 2002, une multiplication de signaux suggère que le point bas a été atteint à la fin de l'année dernière. La résorption progressive de certains déséquilibres entraînés par le ralentissement et les indices de retournement de l'économie américaine se sont traduits par une amélioration de l'opinion des entrepreneurs. Les enquêtes dans l'industrie se sont redressées depuis novembre 2001 et les stocks sont jugés moins élevés au début 2002 qu'à la fin 2001. Les perspectives de production dans les services se sont améliorées. Enfin, les exportations se redressent alors que l'emploi intérimaire a cessé de baisser depuis novembre 2001.

Cependant, le niveau actuel de la production n'est pas suffisant pour relancer l'investissement, réel signal de reprise durable de l'économie. Si le risque d'un « double-dip », qui s'apparente à un début de reprise de l'économie suivi d'une rechute au cours du semestre suivant, semble peu probable en France, la vitalité de la reprise à venir reste incertaine.

Sommes-nous en 1997 ?

A cet égard, les ressemblances de la conjoncture actuelle avec celle de 1996 sont nombreuses. Le profil trimestriel de croissance de l'année 2001 ressemble de près à celui de 1996. A l'instar de l'année 1997, le retour de la croissance française devrait s'accompagner, dès 2002, d'un net rebond de la demande. Le scénario de reprise pourrait alors être proche de celui observé en 1997 dont il convient de rappeler brièvement les enchaînements.

A la fin de l'année 1996, l'économie française fut caractérisée par une croissance très lente de la demande intérieure alors que le commerce extérieur en était le seul moteur.

Les dépenses des ménages étaient comprimées par les hausses passées des prélèvements obligatoires, la faible croissance de l'emploi et les efforts de contrôle de dépenses collectives. L'investissement des entreprises stagnait à un bas niveau du fait de l'absence de perspectives de débouchés, malgré une situation financière favorable du fait, entre autres, de la baisse des taux d'intérêt. Il fallait attendre la fin des efforts d'ajustement budgétaire pour que la demande intérieure sorte de l'atonie. L'objectif de déficit public ayant finalement été atteint, la demande intérieure a pris le relais de l'extérieur comme moteur de la croissance dès 1998. Les fortes créations d'emplois de la fin 1997 et la hausse du revenu par tête liée, entre autres, à la poursuite de la désinflation, ont soutenu la consommation puis la reprise des dépenses d'investissement dans le logement.

Tous les ingrédients nécessaires à l'enclenchement d'une spirale de croissance vertueuse étaient réunis. Avec un taux d'inflation très faible, un excédent extérieur très important et des entreprises dont les ressources financières continuaient à excéder leurs besoins de financement, la France était dans une situation propice pour s'engager dans la voie d'une croissance rapide (3,5 % en 1998, 3 % en 1999 et 3,6 % en 2000).

L'année 2001 diffère quelque peu de 1996.

L'année 2001 a été précédée de trois années de forte croissance, contrairement à 1996. Cela se traduit, entre autre, par des situations différentes sur les marchés du travail et des biens et services.

L'année 1996 se caractérisait par un sous-emploi en ressources humaines et du capital. Au cours de cette année, le taux de chômage a dépassé pour la première fois la barre des 12 %, tandis que le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie est descendu à un niveau très bas, inférieur à 82 %. Cette sous-utilisation des capacités de production s'est exprimée par une puissante pression désinflationniste qui a permis à la France de bénéficier d'un différentiel d'inflation favorable vis-à-vis des partenaires de la zone euro, en particulier l'Allemagne.

En revanche, en 2001, la question de l'inflation ressurgit. Malgré le ralentissement de l'économie, le taux d'utilisation est resté élevé, en référence à l'histoire récente, alors que le taux de chômage est passé sous la barre des 9 %, niveau le plus bas depuis 10 ans. Pour la première fois depuis 4 ans, l'inflation en Allemagne et en Italie est repassée sous l'inflation française. En termes d'inflation sous-jacente, le point atteint en février 2002 est le plus haut depuis 1993. Les salaires connaissent en particulier une accélération qui pourrait être nourrie par la sortie des accords RTT. Enfin, on ne peut exclure que le changement de monnaie ait eu un effet sur l'augmentation des prix en France comme ailleurs, et conduit certains commerçants à arrondir les prix vers le haut, même si l'effet global reste mineur (entre 0 et 0,16 point selon Eurostat pour l'indice européen, 0,1 point pour la France selon l'INSEE). Le ralentissement économique de 2001 a créé une tension supplémentaire sur les coûts salariaux des entreprises : l'emploi s'ajustant avec retard sur le niveau de l'activité, la productivité a fortement ralenti. Le maintien des taux de marge s'est donc fait au prix d'une accélération légère de l'inflation.

Une autre différence entre les deux années concerne l'environnement extérieur. En 2001, le choc initial sur la demande mondiale n'est pas du même ordre de grandeur que celui observé en 1996. Si la croissance de départ est très proche, autour de 2 %, le ralentissement du commerce mondial est très marqué en 2001 et tout particulièrement au quatrième trimestre, entraînant une chute exceptionnelle des exportations françaises.

Enfin, une dernière différence provient d'une réaction plus brutale en 2001 de la demande des entreprises. Ces dernières ont non seulement gelé leurs projets d'investissements, mais ont aussi brutalement réduit la voilure en matière de stocks. Cette plus forte réactivité des entreprises à la conjoncture peut trouver son origine dans une plus grande fragilité de leur situation financière.

Début 1997, la situation des entreprises était excellente. Le taux d'autofinancement dépassait 100 % et l'endettement bancaire des sociétés rapporté au stock de capital physique était inférieur de plusieurs points au niveau atteint en 1991 (21,9 % en 1997 contre 27,7 % en 1991). Le vigoureux effort d'investissement engagé par les entreprises à partir de 1997 a été financé, en partie, par recours à des crédits bancaires, stratégie permise par la baisse des taux longs. Suite à cet effort d'investissement des entreprises, leur taux d'autofinancement s'est dégradé pour atteindre 85 % en 2001, alors que l'endettement bancaire des sociétés rapporté au stock de capital physique est remonté progressivement (24,7 % en 2001). Si ce niveau d'endettement ne remet pas en cause la solvabilité des entreprises, leur liquidité est, en revanche, mal assurée. Or, cette « fragilité » financière rend les entreprises plus vulnérables et donc plus sensibles à un ralentissement marqué de la conjoncture mondiale.

Un scénario de reprise moins tonique qu'en 1997

Les particularités de la conjoncture récente — relative fragilité de la situation financière, reprise américaine encore incertaine et début de tensions inflationnistes — militent pour une reprise de la croissance moins franche que celle observée en 1997. Elle serait technique dans un premier temps, car liée à un ralentissement du destockage, puis relayée par les dépenses d'investissement des entreprises.

Une reprise technique au premier semestre 2002...

Les entreprises, qui ont largement déstocké en 2001, ralentiraient leur mouvement de déstockage au premier semestre 2002, ce qui entraînerait mécaniquement une accélération du PIB au cours du même semestre (contribution des variations de stocks à la croissance de 0,4 % au premier trimestre et 0,2 % au deuxième trimestre ¹).

Dans le même temps, les entreprises rétabliraient leur situation financière en limitant investissements et embauches. Le taux d'investissement baisserait et les effectifs employés augmenteraient très peu, la reprise technique étant marquée dans un premier temps par une hausse de la productivité du travail. La demande intérieure hors stocks ralentirait fortement au cours des deux premiers trimestres. Le ralentissement de la masse salariale pèserait sur la consommation des ménages. Cependant, le pouvoir d'achat des ménages continuerait de progresser légèrement du fait de deux éléments : le premier, commun aux pays européens, serait la stabilisation des prix de l'énergie et des prix alimentaires au deuxième trimestre 2002, qui contrecarrerait en partie le ralentissement des salaires. Le second, plus spécifique à la France, provient des baisses d'impôts qui soutiendraient les revenus des ménages. Le versement d'une deuxième prime à l'emploi aux bas salaires en ce début d'année 2002 va dans ce sens. Dans ces conditions, la progression de la consommation des ménages, bien que moins vive qu'en 2001, resterait voisine de 2 % en 2002, grâce également à une baisse prudente du taux d'épargne.

...relayée par l'investissement au second semestre...

La reprise de l'économie mondiale à la mi-2002, associée à l'assainissement des comptes des entreprises, permettrait une reprise de l'investissement dès le deuxième semestre 2002, qui retrouverait son rôle moteur et prendrait le relais des stocks pour soutenir et alimenter la croissance. La fin de la crise de la nouvelle économie et de la suraccumulation de capital abonderaient dans cette direction.

Cependant, le redémarrage des dépenses d'investissement serait moins vigoureux que celui observé en 1997. Les taux d'investissement, qui ont fortement baissé depuis début 2001, augmenteraient lentement au cours de 2002 et retrouveraient fin 2003 les niveaux de 1999.

1. Cette contribution est loin d'être optimiste. Une stabilisation du niveau des stocks contribuerait à hauteur de 0,8 point de PIB.

Cette reprise progressive de l'investissement devrait s'accompagner d'une légère augmentation des effectifs employés, permettant de soutenir la consommation des ménages. La demande intérieure serait consolidée par une baisse du taux d'épargne qui retrouverait le niveau de début 2001. Le taux de chômage commencerait à baisser à partir du dernier trimestre 2002, pour atteindre 8,6 % de la population active à la fin de l'année 2003.

Le retour d'une croissance française soutenue, à partir du troisième trimestre 2002, serait complètement fondé sur la demande intérieure. Les deux moteurs seraient en effet l'investissement des entreprises et la consommation des ménages, le commerce extérieur ne contribuant pas au retour de la croissance.

... avec une incertitude concernant le comportement des entreprises...

Notre scénario de croissance suppose un assainissement des comptes des entreprises au premier semestre 2002, qui utiliseraient par la suite les marges de manœuvre dégagées pour accroître leurs investissements. Deux risques pèsent sur cette évolution.

D'une part, les entreprises pourraient continuer à privilégier les marges, satisfaisant à court terme leurs actionnaires, et repousser leurs investissements à une date ultérieure. La dynamique de l'investissement, suivie du retour des embauches, n'aurait pas lieu, et la France resterait dans une phase de croissance molle.

D'autre part, les entreprises pourraient échouer dans la maîtrise de l'évolution de leurs coûts salariaux. Il y aurait alors le risque d'une accélération de l'inflation. Une telle évolution mettrait la Banque centrale européenne dans une situation délicate : d'un côté la montée de tensions inflationnistes l'inciterait à resserrer ses taux, tandis que la situation financière des entreprises appellerait au contraire à plus de souplesse.

... et la politique budgétaire

Dans la période actuelle, il est très difficile de faire des hypothèses de finances publiques : les programmes des différents candidats aux élections présidentielle et législative divergent assez fortement et sont difficiles à quantifier (notamment s'agissant des dépenses). On a supposé que les dépenses croîtraient au même rythme que ces quatre dernières années et que les mesures fiscales prévues dans le plan triennal 2001-2003 seraient mises en œuvre. Globalement, l'impulsion serait légèrement positive. Sous cette hypothèse, et compte tenu de notre scénario économique, le déficit resterait à un niveau « élevé » selon les critères de la Commission européenne : 2,0 % du PIB en 2002 et 2003. Le nouveau gouvernement serait alors dans l'impossibilité de respecter l'objectif d'équilibre en 2004. Mais il n'est pas souhaitable de chercher à réduire trop rapidement les déficits publics dans une période où l'activité économique est incertaine ■