

## DOSSIER

# LES PERSPECTIVES



## Une certaine hésitation Perspectives 2000-2001 pour l'économie mondiale \*

*L'année 2000 sera le meilleur millésime de croissance mondiale depuis 1984, grâce à la conjonction de facteurs favorables : effets de la nouvelle économie, surtout aux États-Unis ; sortie de crise en Asie, en Amérique latine et en Russie ; dynamisme persistant de la Chine et de plusieurs pays d'Europe en transition ; nouvel essor européen. Seuls quelques pays (Japon, Argentine) restent en retrait.*

*Pourtant, les incertitudes se sont amplifiées au cours des six derniers mois. Le prix du pétrole reviendrait de 30 dollars fin septembre 2000 à 26 en 2001, le marché retrouvant un certain équilibre et l'OPEP reprenant le contrôle de la situation. La glissade de l'euro depuis janvier 1999 s'explique par des facteurs psychologiques, mais surtout structurels (les États-Unis ont repris le leadership dans les secteurs innovateurs ; leur taux de change réel d'équilibre s'est apprécié) et conjoncturels (un dollar fort permet aux États-Unis de lutter contre l'inflation, et à l'Europe d'impulser sa croissance). L'euro se redresserait lors du basculement de croissance en faveur de l'Europe, vers la mi-2001. Depuis le début de l'année, la Bourse stagne aux États-Unis. Compte tenu du niveau élevé atteint par les PER et de la fin de la montée en puissance des valeurs technologiques, une période prolongée de fluctuations autour d'une tendance plate, permettant le retour progressif des PER à un niveau normal est envisageable. Les taux d'intérêt à court terme ont fortement remonté depuis la mi-1999. La hausse des taux longs a été beaucoup plus faible. Aux États-Unis, une détente monétaire aurait lieu courant 2001. La politique monétaire ne constituerait pas un frein puissant à l'échelle mondiale, les taux restant bas relativement au taux de croissance anticipé.*

*Les premiers signes de ralentissement apparaissent aux États-Unis. Grâce aux gains de productivité induits par les technologies de l'information et de la communication, l'inflation reste modérée, malgré un taux de chômage historiquement bas. Les plus-values boursières ne soutenant plus la consommation, le taux d'épargne remonterait en 2001. Les effets induits de la nouvelle économie limiteraient l'infléchissement de l'investissement. La croissance serait de 5,3 % en 2000 et de 3,3 % en 2001, le déficit extérieur atteignant 5,1 % du PIB.*

---

\* Cette étude a été rédigée au sein de la Division économie internationale du Département analyse et prévision de l'OFCE, par une équipe dirigée par Henri Sterdyniak et comprenant Hélène Baudchon, Odile Chagny, Thierry Latreille, Catherine Mathieu, Olivier Passet, Christine Riffart, et Paola Veroni. Elle a bénéficié de contributions d'Hervé Péléraux et Emilie Raynaud.

*En 2000, comme en 1999, le PIB Japonais serait en net repli au second semestre en raison des à-coups de la politique budgétaire. L'investissement productif, tiré par les technologies de l'information, est en accélération. Mais les indicateurs de commandes et de ventes restent atones. La dégradation de l'emploi et la stagnation des revenus pèseraient encore sur la consommation des ménages ; la mauvaise rentabilité des entreprises et leur surendettement sur leur investissement. Après 1,7 % en 2000, la croissance ne serait que de 1,6 % en 2001.*

*Depuis le passage à vide de la fin 1998-début 1999, la zone euro a connu une croissance vigoureuse et généralisée, l'Italie restant seule en retrait. La hausse du prix du pétrole grève la croissance en 2000, d'un point de PIB. L'inflation a dépassé 2 % dans les onze pays en juillet. Aucune spirale inflationniste ne s'est enclenchée, la hausse des prix de l'énergie et les tensions sur le marché du travail ne s'étant pas traduites en fortes augmentations salariales. La ponction pétrolière continuerait à peser sur la consommation des ménages au second semestre 2000, mais celle-ci serait soutenue en 2001 par la baisse du taux de chômage et les réductions d'impôts. Grâce à la bonne santé financière des entreprises et à la nécessité d'investir dans les nouvelles technologies, l'investissement ne serait pas fortement affecté. L'indice de confiance dans l'industrie s'est légèrement tassé dans les dernières enquêtes, mais demeure à un haut niveau. La zone euro connaîtrait un certain ralentissement au second semestre 2000, corroboré par l'indicateur avancé de l'OFCE, puis une reprise en 2001. La croissance serait de 3,5 % en 2000 et de 3,3 % en 2001.*

## Sommaire

Présentation générale.....	9
L'euro : l'ombre d'un doute .....	17
Pétrole : la revanche de l'OPEP .....	26
Commerce mondial : rééquilibrage par le haut.....	32
Amérique latine : une reprise en ordre dispersé.....	39
Asie : une reprise bien engagée .....	42
PECO : quand la croissance prime.....	46
États-Unis : une nouvelle mise à l'épreuve .....	48
Japon : forces contradictoires .....	54
Zone euro : la croissance, malgré le pétrole.....	59
Allemagne : l'effet bénéfique de la réforme fiscale.....	71
Italie : une croissance plus européenne.....	77
Royaume-Uni : sur un sentier étroit.....	83
ANNEXE I : Quelles évolutions des taux d'intérêt aux États-Unis ?....	90
ANNEXE II : PER et surévaluation boursière aux États-Unis.....	94
ANNEXE III : Croissance et diffusion des Technologies de l'information et de la communication : comparaison France/États-Unis.....	100

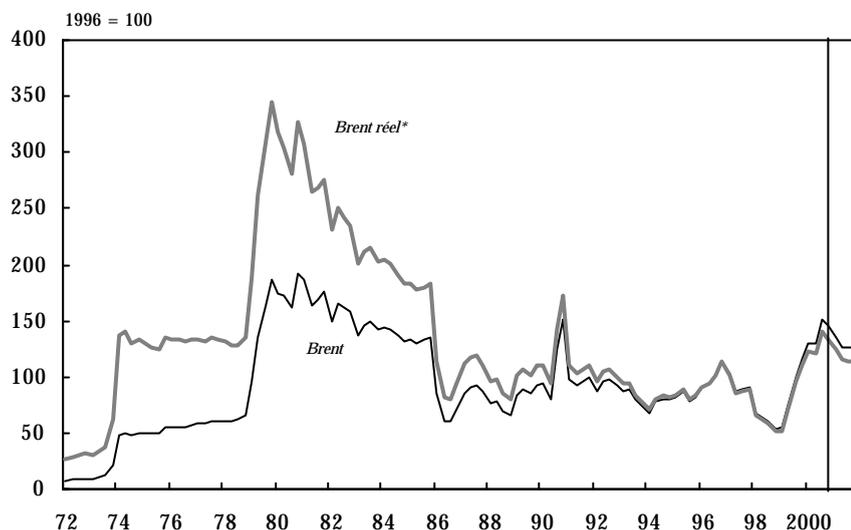
En 2000, la croissance de l'économie mondiale devrait atteindre un niveau jamais atteint depuis 1984. La croissance s'est généralisée : quelques rares pays font exception, en particulier le Japon (tableau 1). L'économie mondiale bénéficie de la conjonction de facteurs favorables : les effets de la nouvelle économie, particulièrement sensibles aux États-Unis ; la sortie de crise en Asie, en Amérique latine et en Russie ; le dynamisme persistant de la Chine et de plusieurs pays d'Europe en transition ; enfin, un nouvel essor européen après les années perdues de la préparation à la monnaie unique.

Pourtant, l'incertitude à la fin septembre 2000 apparaît plus importante que celle qui prévalait il y a six mois. Le haut niveau des prix du pétrole s'est maintenu plus longtemps que prévu. Il représente un prélèvement de plus de 1 point de PIB pour les pays de la zone euro (si le prix du pétrole se maintient à 30 dollars le baril au lieu de 18 dollars, moyenne de 1998). Ce prélèvement, principalement mis à la charge des ménages, a entraîné un certain ralentissement de leur consommation au premier semestre 2000, qui devrait se poursuivre au troisième trimestre. Responsable d'une hausse de 1 point de l'inflation, qui l'a fait passer dans la zone euro au-dessus du niveau jugé acceptable par les autorités monétaires, il a entraîné une hausse des taux d'intérêt. Par contre, aucune tension ne s'est développée sur les taux d'intérêt de long terme. La hausse des prix de l'énergie ne s'est guère traduite en augmentations salariales : la dynamique inflationniste ne s'est pas engagée. En septembre 2000, le marché pétrolier a retrouvé son équilibre, les prix devraient donc se détendre ; l'OPEP a repris le contrôle de la situation et devrait pouvoir imposer fin 2001 un prix de l'ordre de 25 dollars le baril. L'année 2001 devrait donc bénéficier d'un léger contre-choc pétrolier favorable à la croissance, à la désinflation et à une certaine détente monétaire (graphique 1).

La deuxième source d'incertitude réside dans le devenir de l'euro. Sa glissade depuis janvier 1999 s'explique par la combinaison de facteurs psychologiques (les marchés anglo-saxons sont rétifs devant cette expérience ; la Banque centrale européenne (BCE) n'a pas une stratégie claire et transparente), structurels (les États-Unis ont repris le leadership dans les secteurs porteurs et innovateurs ; ils attirent les capitaux ; leur taux de change réel d'équilibre s'est donc apprécié) et conjoncturels (un dollar fort correspond aux intérêts des États-Unis, lutter contre l'inflation, et de l'Europe, impulser la croissance). Tant que les États-Unis conserveront leur avance technologique, leur taux de change d'équilibre demeurera élevé. Le retour à un euro plus fort ne peut passer par un mécanisme lent : l'égalisation de la rentabilité aux États-Unis et en Europe sous l'effet de l'écart de compétitivité et de la saturation de l'investissement aux États-Unis. L'euro devrait se redresser quand la croissance sera plus vive en Europe qu'aux États-Unis et quand le ralentissement américain y rendra moins attractif les placements boursiers ;

soit selon notre prévision, vers la mi-2001. Nous avons retenu un scénario de remontée progressive de l'euro, impulsée par une lente inversion des flux de placements, et non un scénario d'éclatement de bulle, propulsant l'euro au-delà de 1,2 dollar, du fait d'un brusque mouvement de défiance vis-à-vis du dollar ou de la Bourse américaine.

### 1. Prix du pétrole



\* Prix du Brent de la mer du Nord déflaté par l'indice des prix à la consommation américain.  
Sources : *Financial Times*, BLS, prévisions OFCE.

Depuis le début de l'année, les indices boursiers stagnent aux États-Unis et au Royaume-Uni, où les plus-values boursières avaient fortement soutenu la consommation. Compte tenu du niveau élevé atteint par les PER et de la fin de la période de montée en puissance des valeurs technologiques, deux scénarios sont envisageables. Le premier est celui de l'effondrement des cours : lors du retournement conjoncturel américain, les épargnants prendraient conscience d'avoir surévalué les perspectives de profit des sociétés cotées, et en particulier des valeurs technologiques, et d'en avoir sous-évalué les risques. Ils réajusteraient leur portefeuille vers des titres plus sûrs, en particulier les obligations publiques. Il en résulterait un réajustement brutal et une baisse des taux d'intérêt, qui s'accompagnerait d'une chute du dollar et d'une dépression de la consommation, ce qui propagerait la contagion en Europe. L'autre scénario, retenu ici, est celui d'une période prolongée (d'environ cinq ans) de fluctuations autour d'un niveau stagnant, permettant un retour progressif du PER à un niveau plus normal. Les épargnants seraient déçus, mais resteraient en Bourse, faute d'alternative. Dans ce cas, à mesure que se dissiperait l'effet des plus-values sur la consommation, le taux d'épargne remonterait, ce qui freinerait durablement la croissance.

## 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume		
		1999	2000	2001
Allemagne	5,2	1,4	3,1	3,0
France	4,0	2,9	3,4	3,7
Italie	3,7	1,4	2,9	3,0
Espagne	1,9	4,0	4,0	3,9
Pays-Bas	1,0	3,6	4,1	3,8
Belgique	0,7	2,5	3,9	3,1
Autriche	0,5	2,0	3,5	3,0
Finlande	0,3	4,0	5,3	4,1
Portugal	0,4	3,1	3,2	3,0
Irlande	0,2	9,8	10,0	7,6
<b>Zone euro <sup>2</sup></b>	<b>17,9</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>
Royaume-Uni	3,5	2,2	3,0	3,1
Suède	0,6	3,8	3,9	3,2
Danemark	0,4	1,7	2,8	2,2
Grèce	0,4	3,5	3,9	3,9
<b>Union européenne</b>	<b>22,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>
Suisse	0,6	1,5	3,1	2,3
Norvège	0,3	1,0	2,6	2,1
Europe	23,6	2,3	3,4	3,3
États-Unis	22,7	4,2	5,3	3,3
Japon	9,1	0,3	1,7	1,6
Canada	2,0	4,5	4,8	2,9
<b>Pays industriels</b>	<b>57,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>
<b>NPI d'Asie</b>	2,9	7,8	8,5	6,4
<b>Autres pays d'Asie</b>	20,2	5,6	6,9	6,8
<b>Amérique latine</b>	6,2	1,1	4,4	4,4
<b>Russie</b>	2,2	3,1	6,5	5,5
<b>PECO</b>	2,5	0,4	3,8	4,0
<b>Afrique</b>	4,1	2,2	3,5	4,5
<b>Moyen-Orient <sup>3</sup></b>	4,5	0,8	4,8	4,5
<b>Monde</b>	<b>100,0</b>	<b>3,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</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. Hors Grèce. La Grèce entrera dans la zone euro en janvier 2001. La croissance prévue est identique dans les zones euro à 11 et à 12.

3. Y compris Turquie.

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

Les taux d'intérêt à court terme ont fortement remonté depuis leur point bas de la mi-1999 : de 1,75 point aux États-Unis, de 2,25 points pour la zone euro. La hausse a cependant été beaucoup plus faible pour les taux longs. Surtout, les taux restent relativement faibles relativement au taux de croissance anticipé. La politique monétaire ne constitue donc pas un frein puissant à l'échelle mondiale. Toutefois, la stratégie peu lisible de la BCE ne rassure pas les marchés et les deux dernières hausses du taux de l'euro étaient sans doute contre-productives dans une situation où la croissance en Europe semble fragile.

Cette absence de tensions monétaires s'explique par la relative faiblesse de l'inflation en général et des hausses de salaires en particulier. La plupart des pays conservent en août 2000 un taux d'inflation, en glissement annuel, de l'ordre de 2,5 à 3 %. Les États-Unis sont à 3,4 % avec un taux de chômage de 4 %. L'Espagne est à 3,6 % malgré une baisse de son taux de chômage de 7 points en quatre ans. Une fois corrigés de l'impact direct de la hausse du prix de l'énergie, les taux d'inflation sous-jacents restent à de bas niveaux. Les estimations pessimistes de l'OCDE selon lesquels les États-Unis seraient à un « écart de production » de 3 %, la zone euro de 0 % n'apparaissent guère crédibles. La faiblesse de l'inflation, avec de très bas taux de chômage aux États-Unis et au Royaume-Uni et après une forte baisse du chômage dans la zone euro (2 points en deux ans) confirme les thèses selon lesquelles l'inflation aurait été durablement vaincue par le regain de productivité outre-Atlantique, par l'exacerbation de la concurrence et de la pression sur les salaires.

L'évolution des salaires a été remarquablement modérée dans la période récente (tableau 2). Les salaires réels augmentent moins vite que la productivité du travail ; les hausses des prix de l'énergie ne se répercutent guère dans les salaires réels

## 2. Salaires et productivité du travail en 2000

En %

	Productivité du travail	Salaire réel
États-Unis	2,8	0,4
Japon	1,8	1,7
Royaume-Uni	2,0	0,9
Euro-11	1,8	0,0
Allemagne	2,4	- 0,6
Espagne	1,2	- 1,3
Pays-Bas	1,8	- 0,1
Belgique	1,6	- 0,7

Source : Eurostat.

Les perspectives de croissance des pays émergents restent favorables. En glissement annuel, à la mi-2000, la quasi-totalité des pays ont connu des croissances supérieures à 5 %, la Corée étant à 9,6 %, le Mexique à 7,6 %, la Russie à 6,7 %. L'Argentine est une des rares exceptions (0,8 %). En Amérique latine, la croissance passerait de 0 % en 1999, à 3,7 % en 2000, puis 4,2 % en 2001. En Asie (hors Japon) la croissance serait de l'ordre de 6 % l'an, impulsée par un fort rebond de l'industrie. La croissance de la Russie devrait avoisiner les 6 % en 2000 comme en 2001 ; l'inflation revient à un niveau raisonnable (15 puis 10 % l'an) ; le déficit public est résorbé. La Pologne et la Hongrie connaissent des croissances de 5 % l'an tandis que la Slovaquie et la République tchèque retrouveraient une croissance de 3 % en 2001. L'économie mondiale est entrée dans un cercle auto-entretenu de croissance.

De la mi-1999 à la mi-2000, la croissance a été particulièrement vigoureuse aux États-Unis (6,1 %), et à un degré moindre dans la zone euro (tableau 3). La croissance récente se caractérise par un fort développement des échanges extérieurs, qui témoigne de l'accentuation de la globalisation industrielle. La zone euro et le Japon enregistrent une contribution positive du commerce extérieur à leur croissance ; c'est l'inverse pour le Royaume-Uni et surtout pour les États-Unis. La croissance de l'investissement a été particulièrement vigoureuse aux États-Unis, et à un degré moindre en France et en Italie (tableau 4). Dans la décennie 1991-2000, la part de la FBCF dans le PIB montre une tendance croissante aux États-Unis et décroissante au Japon. En Europe, elle ne se redresse qu'à partir de 1998 : la reprise est particulièrement nette en Irlande, Espagne, à un degré moindre au Royaume-Uni. Elle n'est guère perceptible en Allemagne.

Le scénario de basculement de la croissance entre les États-Unis et l'Europe s'enclenche certes, mais moins nettement et plus lentement que prévu. La croissance aux États-Unis a été nettement plus forte qu'anticipée au premier semestre. Mais les premiers signes de ralentissement apparaissent, tant du côté de la consommation des ménages que des enquêtes auprès des entreprises, de l'emploi que du bâtiment ; la Bourse

### 3. Croissance en glissement de la mi-1999 à la mi-2000

	États-Unis	Japon	Royaume-uni	Zone euro	Allemagne	France	Italie
PIB	6,1	0,9	3,1	3,7	3,6	3,4	2,6
Conso. privée	5,4	1,0	3,8	2,8	2,3	2,5	2,0
Conso. Publique	4,2	0,3	1,8	1,5	1,9	1,5	1,3
FBCF	11,0	-1,7	0,8	4,7	2,1	6,1	7,0
ΔStocks	0,8	0,1	1,1	0,0	0,5	0,0	-0,8
Exportations	10,2	15,3	9,2	12,5	12,9	14,1	9,2
Importations	14,5	12,6	10,5	10,8	10,0	13,6	7,9

Source : Comptes nationaux.

hoquète ; le commerce extérieur fournit toujours une impulsion négative. Aussi, la période de hausse des taux d'intérêt semble-t-elle terminée. Grâce aux forts gains de productivité induits par la vigueur de la croissance et l'effet nouvelle économie, l'inflation reste relativement modérée (3,3 %), malgré un taux de chômage historiquement bas (3,9 % en août). En même temps, la confiance grandit en la capacité de la politique économique et des marchés financiers à gérer un atterrissage en douceur. Dans notre scénario, la croissance passe à partir du second semestre 2000 d'un taux de 5 % à un taux de l'ordre de 3,2 %. Le taux d'épargne remonte, les plus-values boursières ne soutenant plus la consommation et les ménages étant déjà surendettés. Le dynamisme de la nouvelle économie soutient l'investissement et évite une baisse plus prononcée. Le déficit extérieur atteindrait 4,5 % du PIB en 2000 et 5,1 % en 2001, mais la confiance dans le dollar persiste. Au total, le ralentissement américain devrait être limité.

#### 4. Taux d'investissement (en % du PIB)

	1980-1990	2000
États-Unis	19,0	20,3
Japon	29,1	25,0
UE-15	21,0	20,2
Royaume-Uni	18,8	17,0
Allemagne	20,1	21,2
France	21,4	19,4
Italie	22,2	19,1
Espagne	22,6	25,6
Pays-Bas	21,3	21,4
Belgique	19,4	21,2

Source : Comptes nationaux.

Après une baisse cumulée de 2,6 % aux troisième et quatrième trimestres de 1999, le PIB japonais a augmenté de 3,5 % au premier semestre 2000. La consommation privée s'est quelque peu redressée et les exportations japonaises ont bénéficié du développement de leurs marchés. Au-delà des à-coups que produit la politique budgétaire, le Japon est sur la voie d'un lent redressement depuis la mi-1999. Mais les indicateurs récents de commandes ou de ventes, n'indiquent pas l'instauration d'une véritable dynamique. En 2000, comme en 1999, le Japon devrait connaître une croissance en dos d'âne, avec un fort repli au second semestre. La dégradation de l'emploi et la stagnation des revenus devraient continuer à peser fortement sur la consommation des ménages ; la mauvaise rentabilité des entreprises et leur surendettement sur l'investissement. Nous maintenons donc notre scepticisme quant à l'instauration d'un cercle vertueux à l'horizon 2001.

L'économie britannique, après avoir frôlé la récession fin 1998 et début 1999, a retrouvé le chemin d'une croissance placée sous haute surveillance. La politique monétaire est relativement restrictive. Depuis mai 2000, l'inflation est inférieure à la cible de politique monétaire. Le taux de chômage a poursuivi sa baisse et a atteint en août 2000 le niveau le plus bas depuis octobre 1975 (un peu plus de 5 %). Les finances publiques ont continué de s'améliorer. Par contre, le solde courant s'est légèrement creusé au premier semestre (1,4 point de PIB). N'ayant pas suivi l'euro dans sa baisse, la livre s'est appréciée d'environ 10 % par rapport à l'euro tout en se dépréciant de 12 % par rapport au dollar. Le Royaume-Uni souffre tendanciellement d'une contribution extérieure négative, du fait d'un taux de change élevé. La stagnation de la Bourse devrait peser sur la consommation des ménages. L'investissement des entreprises est stagnant, après plusieurs années de fortes hausses. La politique budgétaire serait légèrement expansionniste en 2000 et en 2001 (hausse des dépenses d'éducation et de santé). Le Royaume-Uni connaîtrait une croissance proche de 3 % cette année et l'an prochain. Le dilemme auquel est confrontée la politique monétaire reste le même : comment revenir au niveau du taux d'intérêt de la zone euro, retrouver une compétitivité soutenable en faisant baisser la livre sans relancer les pressions inflationnistes ?

Après le passage à vide de la fin 1998-début 1999, la zone euro a connu une croissance vigoureuse de la mi-1999 à la mi-2000 (3,7 % de croissance en glissement). La croissance a été généralisée : seule l'Italie est encore légèrement en retrait (2,6 % de croissance). La croissance a été impulsée par le commerce extérieur, grâce au dynamisme des marchés extérieurs et à la dépréciation de l'euro, par l'investissement, en raison de la force de la demande, de la bonne situation des entreprises et du début de l'effet nouvelle économie, enfin, par la consommation des ménages, dont le taux d'épargne a légèrement diminué. La politique budgétaire est légèrement expansionniste. La politique monétaire était expansionniste en début de période. La ponction pétrolière est venue infléchir cet épisode de croissance. Sa marque est sensible au 2<sup>e</sup> trimestre 2000 en Italie et en France, mais pas dans l'ensemble de la zone euro.

A la mi-2000, une certaine incertitude pèse sur le devenir de la croissance européenne. Si le prix du pétrole se maintient aux alentours de 30 dollars le baril, la ponction pétrolière représentera plus de 1 % du PIB pour la zone euro. Cette ponction pèsera sur le revenu, puis sur la consommation des ménages. Les entreprises seront touchées, mais en raison de leur bonne santé financière leurs investissements ne seraient pas fortement diminués. Notre prévision incorpore un retour du prix du pétrole à 25 dollars le baril, ce qui jouerait un rôle expansionniste au cours de l'année 2001. Le ralentissement américain devrait diminuer la demande extérieure adressée à la zone. Mais celle-ci restera vigoureuse

en raison du dynamisme des autres régions du monde. Le dollar devrait quelque peu baisser, ce qui nuirait à la compétitivité de la zone, mais cette baisse devrait être limitée. La hausse des prix, induite par le regain de croissance, mais surtout par la hausse des prix de l'énergie, devrait culminer en septembre, puis refluer nettement. Malheureusement, la politique monétaire a réagi trop vivement et de façon trop désordonnée. Mais, on peut espérer qu'elle se ressaisisse et fasse décroître les taux si la poussée de hausse des prix apparaît transitoire. Les politiques budgétaires devraient fournir une impulsion positive à la croissance en 2001, en raison des vastes programmes de baisse d'impôts en Allemagne et aux Pays-Bas, à un degré moindre en France et en Italie. Les enquêtes de conjoncture disponibles fin septembre indiquent une légère baisse tant de la confiance des ménages, que des perspectives des industriels, mais ceux-ci se maintiennent à un niveau relativement élevé. La zone euro devrait connaître un léger ralentissement au second semestre 2000 où le rythme de croissance serait de l'ordre de 3 %, puis une certaine reprise en 2001. La consommation devrait pâtir du choc pétrolier au second semestre 2000, puis repartir grâce à la bonne tenue de l'emploi, la baisse du chômage, les baisses d'impôts. L'investissement devrait bénéficier de la nécessité d'intégrer les nouvelles technologies et de la bonne santé financière des entreprises.

## L'euro : l'ombre d'un doute

Après avoir chuté jusqu'à 0,885 dollar à la mi-mai, l'euro s'est redressé jusqu'à 0,97 dollar le 8 juin dans la mesure où le basculement de croissance en faveur de l'Europe semblait alors avéré. Paradoxalement, la hausse du taux de la BCE le 8 juin a stoppé cette reprise, les marchés retenant moins sa volonté de lutter contre l'inflation que l'incapacité de la politique économique européenne à définir une stratégie coordonnée. Le cours de la devise européenne est retombé ensuite jusqu'à frôler 0,85 dollar durant le mois de septembre. Le 22 septembre dernier, la BCE est intervenue pour soutenir l'euro avec l'appui des Banques centrales des États-Unis, du Royaume-Uni, du Japon et du Canada. Cette intervention a marqué la volonté de la BCE d'instaurer une sorte de prix plancher de l'euro, mais ceci ne l'a guère fait remonter qu'autour de 0,88 dollar. Le 5 octobre la BCE a relevé ses taux directeurs de 0,25 point, l'euro est resté à 0,87 dollar comme au cours des jours précédents.

L'euro souffre d'une défiance persistante de la part des marchés financiers anglo-saxons prompts à interpréter tout événement dans un sens défavorable à la devise européenne. La zone est mal armée pour y répondre puisqu'elle n'a ni stratégie coordonnée, ni porte-parole pour l'ensemble de la politique monétaire, des politiques budgétaires et des politiques structurelles. Toute avancée vers une politique plus coordonnée dans l'Union monétaire, par exemple les propositions françaises de donner plus de poids au Conseil de l'Euro11, est perçue comme une volonté de mettre en cause l'indépendance de la BCE. De plus, le bas niveau de l'euro est relativement bienvenu tant aux États-Unis (où il contribue à réduire l'inflation et la pression de la demande) qu'en Europe (où il soutient la croissance), de sorte qu'il est difficile de persuader les marchés que les autorités monétaires vont agir fortement pour le faire remonter.

Les États-Unis sont engagés dans un processus de croissance vigoureuse qui fournit une forte rentabilité à ses entreprises et leur permet d'attirer des capitaux ; en sens inverse, la croissance dans la zone euro semble encore fragile. Beaucoup d'entreprises européennes, engagées dans des processus d'internalisation, investissent à l'extérieur de la zone. Comme les États-Unis réalisent des gains importants de progrès technique, qu'ils ont repris le leadership dans les secteurs porteurs, leur taux de change d'équilibre s'est sans doute élevé. La remontée de l'euro ne pourrait qu'être très lente, en fonction de l'évolution du différentiel de rentabilité aux États-Unis et en Europe, qui s'inverserait soit du fait de la saturation des possibilités d'investissement aux États-Unis, soit de l'effet de l'écart de compétitivité.

La zone euro est devenue déficitaire en terme de paiements courants au premier semestre 2000, soit de 12 milliards d'euros après un excédent de 23 milliards en 1999. Mais cette dégradation est plus faible que celle enregistrée aux États-Unis (dont le déficit passerait de 333 milliards de dollars en 1999 à 420 milliards de dollars en 2000).

La plupart des observateurs, interrogés par *Consensus Economics* en septembre 2000, déclaraient attendre une remontée de l'euro, vers 1,02 dollar en septembre 2001 et 1,065 en septembre 2002. Toutefois, l'écart des taux d'intérêt à 1 an n'est que de 1 point ce qui peut sembler difficilement compatible avec une appréciation anticipée de 18 % de l'euro. La baisse du dollar devrait survenir quand l'inversion des situations conjoncturelles aux États-Unis et en Europe deviendrait manifeste. Soit, pas avant la mi-2001 selon notre prévision. Aussi, avons-nous retenu une remontée de l'euro de 0,87 dollar au troisième trimestre 2000 à 1 dollar à la mi-2001 (tableau 5).

Depuis le début de l'année, le yen s'est maintenu à un niveau relativement élevé (1 dollar = 107 yens) sans qu'aucune tendance nette n'apparaisse. Le yen est soutenu par le léger mieux de l'économie japonaise et ses excédents commerciaux massifs en même temps qu'il pâtit de la faiblesse des taux d'intérêt japonais et qu'un bas niveau reste structurellement nécessaire.

La livre est restée stable à un haut niveau relativement à l'euro se situant en septembre à 1,65 euro contre 1,62 en moyenne au premier trimestre 2000 ; mais contre 1,52 en moyenne en 1999. La livre a en partie suivi le mouvement de hausse du dollar. La parité actuelle correspond à une forte surévaluation par rapport au taux de 1,3 considéré naguère comme satisfaisant du point de vue de la compétitivité industrielle. Notre prévision retient une évolution de la livre à mi-chemin entre le dollar et l'euro, l'amenant à 1,53 euro à partir de la mi-2001.

Depuis sa création, début 1999, l'euro a perdu 25 % par rapport au dollar (graphique 2). La livre a perdu 12 % par rapport au dollar ; le yen 5 %. La configuration des taux de change devrait évoluer vers une remontée de l'euro au détriment du dollar et de la livre, ce qui tendrait à freiner la bascule transatlantique.

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

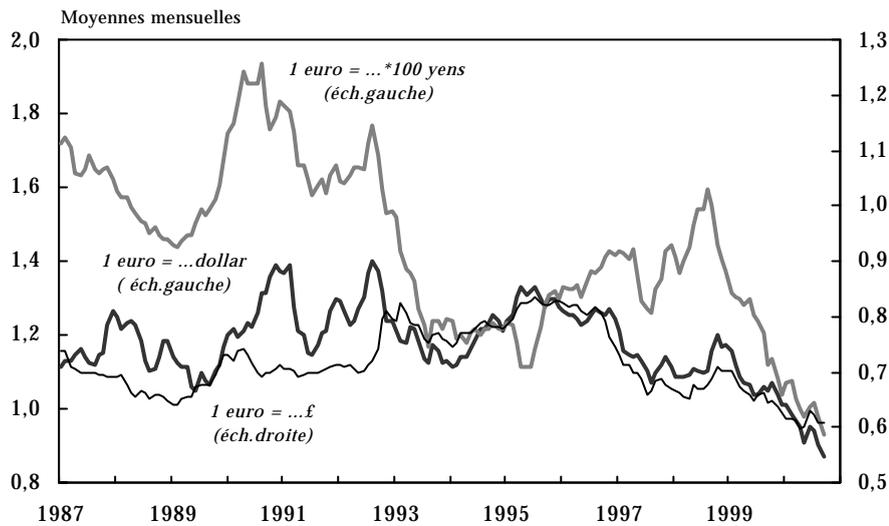
	Trimestres												Années			
	1999				2000				2001				1999	2000	2001	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change <sup>1</sup>																
1 euro =... \$	1,12	1,06	1,05	1,04	0,99	0,93	0,91	0,87	0,90	0,95	1,00	1,00	1,07	0,92	0,96	
1 \$ =... yens	116	121	113	104	107	107	108	107	107	107	107	107	114	107	107	
1 £ =... euro	1,46	1,52	1,53	1,57	1,63	1,64	1,63	1,66	1,66	1,60	1,53	1,53	1,52	1,64	1,58	
Taux d'intérêt à court terme, nominaux, % <sup>1</sup>																
Etats-Unis	4,9	5,0	5,4	6,1	6,0	6,6	6,6	6,6	6,2	5,9	5,7	5,6	5,3	6,5	5,9	
Japon	0,5	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	
Zone euro	3,1	2,6	2,7	3,4	3,5	4,3	4,7	5,0	4,8	4,8	4,5	4,5	3,0	4,4	4,6	
Royaume-Uni	5,5	5,2	5,2	5,9	6,1	6,2	6,1	6,1	6,1	5,8	5,5	5,5	5,4	6,1	5,8	
Taux d'intérêt à long terme, nominaux, % <sup>1</sup>																
Etats-Unis	5,0	5,5	5,9	6,1	6,5	6,2	5,9	5,9	5,8	5,8	5,7	5,7	5,6	6,1	5,8	
Japon	1,9	1,6	1,8	1,7	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	
Zone euro	3,9	4,1	4,9	5,2	5,4	5,3	5,3	5,3	5,3	5,2	5,2	5,2	4,5	5,3	5,2	
Royaume-Uni	4,5	4,9	5,5	5,5	5,6	5,3	5,3	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,3	5,2	
Prix du pétrole, Brent, en \$ <sup>1</sup>	11,3	15,5	20,7	24,0	26,8	26,6	30,7	30,0	28,0	26,0	26,0	26,0	17,9	28,5	26,5	
Cours des matières premières industrielles <sup>2</sup>	0,2	0,8	4,6	2,3	5,1	-2,3	-2,0	1,0	2,0	2,0	3,0	3,0	-2,1	6,8	5,0	

1. Moyenne sur la période.

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

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 2 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôt au Japon, EURIBOR pour la zone euro, livrable au Royaume-Uni. Taux longs : TBond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans dans la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWMA (Hambourg). Prévisions OFCE.

## 2. Taux de change



Source : *Financial Times*.

## Taux d'intérêt de court terme

En mai 2000, la Fed a remonté son taux directeur jusqu'à 6,5 % (graphique 3a). La règle de Taylor pour une inflation de 3,1 % et un écart de production évalué à 3,1 % par l'OCDE donnerait 7,2 %. Mais est-on encore capable d'évaluer un écart de production ? L'objectif des autorités monétaires est de réussir un atterrissage en douceur de l'économie américaine ; les derniers indices montrent qu'il est proche d'être atteint ; aussi, les taux d'intérêt ne devraient-ils plus guère monter. Fin septembre, le taux à un an était encore de 6,8 %, ce qui indiquait que le marché ne croyait pas déjà à l'imminence de la baisse. Toutefois, compte tenu de la baisse de l'inflation et du ralentissement de l'activité figurant dans notre prévision, nous avons retenu une nette détente monétaire : le taux de court terme passerait à 6,2 au premier trimestre 2001 pour finir à 5,6 au quatrième trimestre.

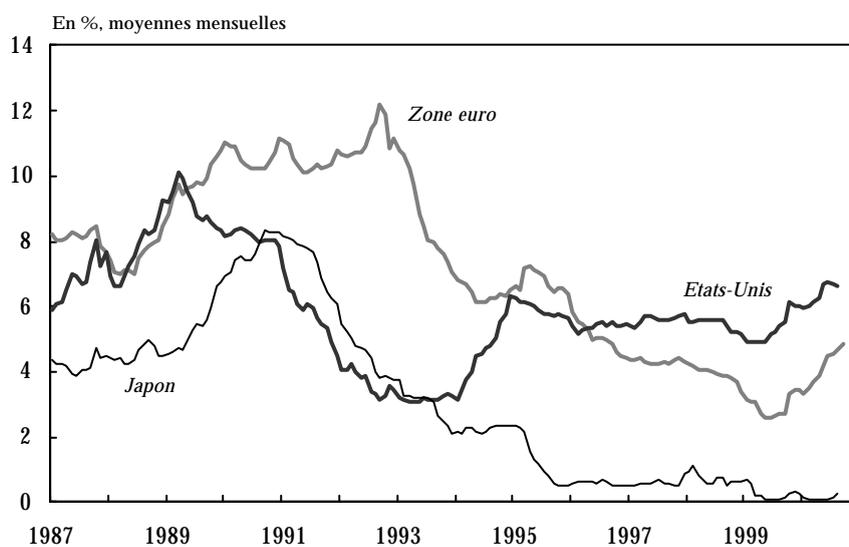
En août dernier, la Banque centrale japonaise a mis un terme à sa politique de taux nul au faisant passer à 0,25 % le taux de l'argent au jour le jour. Le taux à 2 ans était fin septembre à 0,65, ce qui prouve une certaine anticipation de poursuite de la hausse. Nous avons pourtant maintenu le taux de court terme à 0,25 % puisque dans notre prévision le surcroît de croissance du premier semestre 2000 s'essouffle au second.

La BCE a relevé à 4,5 % son taux directeur le 31 août 2000, puis à 4,75 % le 4 octobre soit une hausse de 2,25 points en un an. La règle de Taylor pour une inflation de 2,2 % et un écart de production nul

(selon l'estimation de l'OCDE) donne 4,3 %. Mais ce calcul présente deux points délicats. Faut-il tenir compte de la poussée de hausse des prix liée à la hausse du prix de l'énergie ? Comment évaluer l'écart de production dans la zone ? L'exemple des États-Unis où l'OCDE a continuellement révisé à la hausse son évaluation de la croissance potentielle incite à la prudence. Peut-on reprocher à la BCE de n'avoir pas assez soutenu l'euro ? Nous ne le pensons pas : c'est en effet la logique du fonctionnement du SMI actuel que chaque zone ne s'occupe que de sa situation propre (inflation et production) et non de stabiliser son taux de change. Le dernier relèvement est discutable dans la mesure où il intervient dans une période d'incertitude sur l'évolution de la croissance dans la zone et où l'inflation sous-jacente semble relativement faible. La hausse des prix induite par la hausse du prix du pétrole n'est pas un choc inflationniste tant qu'elle ne se répercute guère dans les salaires. Notre prévision incorpore un retour des taux à 4,5 % en 2001 en raison de la baisse de l'inflation importée qui ferait plus que compenser l'effet d'une activité plus soutenue.

Le taux d'intérêt britannique se situe à 6 %, contre 5 % selon une règle de Taylor (inflation observée 2,2 %, pour une cible de 2,5 % ; écart de production évalué par l'OCDE: 1,0 %). La Banque centrale semble juger que l'inflation n'est pas encore suffisamment éradiquée. Là aussi, le plafond de hausse semble atteint. Le taux à trois mois est aussi à 6 % ; ceux à 6 mois et un an à 6,1 %. Dans notre prévision, le Banque d'Angleterre participe au mouvement général de baisse des taux en 2001.

### 3a. Taux d'intérêt de court terme

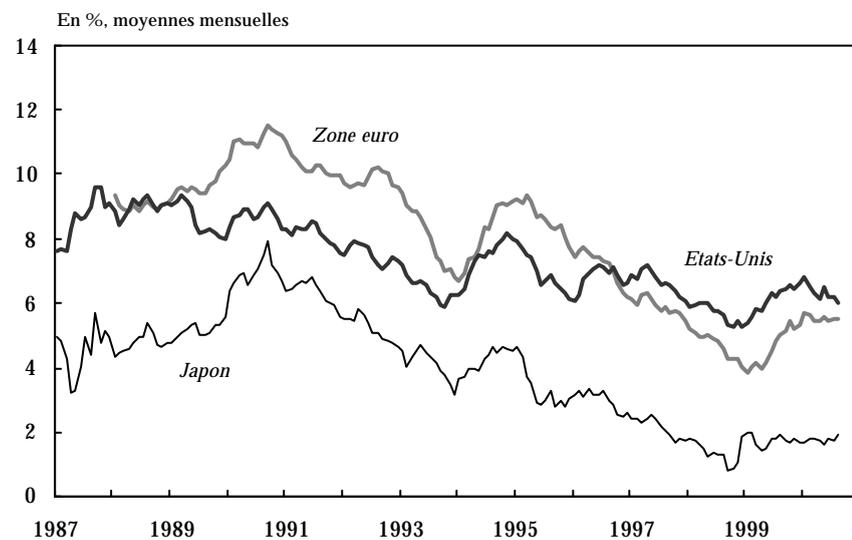


Notre projection incorpore donc un mouvement général de baisse des taux courts, qui se justifie aux États-Unis par le fait que la politique monétaire a fait son travail, en réussissant à stabiliser une demande trop exubérante ; en Europe, par le fait que l'inflation devrait ralentir nettement et retrouver un bas niveau quand le marché pétrolier se retournera.

## Taux d'intérêt de long terme

Le taux américain sur les titres publics à 10 ans se situe, fin septembre, à 5,9 %, soit nettement inférieur au taux court (graphique 3b). Ceci correspond bien à notre scénario où le taux court baissera nettement une fois que l'économie aura suffisamment ralenti. Toutefois, ce bas niveau incorpore aussi la crainte des marchés de ne plus trouver de titres publics de long terme, compte tenu des prévisions actuelles de forte réduction du poids de la dette publique, alors que ceux-ci sont indispensables pour les portefeuilles des fonds de pensions. Par contre, le taux sur les obligations privées reste à 7,5 %. La situation est similaire en Grande-Bretagne, où le taux long sur les titres publics (5,2 %) est inférieur au taux court (6 %) et au taux long sur les titres privés (6,5 %). Dans notre prévision, ces taux ne baissent que légèrement puisque leur niveau incorpore déjà la baisse des taux courts. Le taux japonais reste bas à 1,8 % et n'incorpore pas encore de très nette reprise ; le taux sur les obligations privées est à 2,5 % : le différentiel ne s'est pas creusé au Japon.

### 3b. Taux d'intérêt de long terme



Dans la zone euro, le taux long (à 5,2 %) est normalement au-dessus du court (4,7 %). Le taux long allemand a très légèrement baissé par rapport aux autres taux européens, les marchés craignant une pénurie de titres publics du fait des recettes de la vente de licences UMTS particulièrement importantes en Allemagne. Le marché des titres publics longs a donc incorporé un nouveau mythe : la pénurie de titres publics. Mythe, car prolonger à 10 ans la baisse actuelle de la dette publique est illusoire et car les taux longs devraient dépendre autant des besoins de financement des entreprises que de celui des États. Que les entreprises de télécommunication doivent recourir massivement aux marchés pour financer la construction d'infrastructures et l'achat de licences devrait tendre le marché des capitaux. Mythe qui a le mérite de montrer l'utilité des titres publics comme actifs sûrs de très longue échéance pour le financement des retraites. On ne peut pas vouloir à la fois le développement des fonds de pensions et refuser de leur fournir des titres adéquats.

Au total, la comparaison entre les taux d'intérêt et le taux de croissance du PIB nominal anticipé en 2000-2001 montre que les politiques monétaires ne sont pas trop restrictives, que les entreprises (et surtout les États) se financent à des taux relativement bas (tableau 6).

6. Écart taux d'intérêt /taux de croissance du PIB (septembre 2000)

	Taux au jour le jour	Taux crédits bancaires	Oblig. pub. 10 ans	Obligations privées
Dollar	- 1,0	2,1	- 1,6	0,1
Yen	- 1,5	- 0,3	0,1	0,9
Euro	- 0,6	- 0,1	0,0	0,8
Livre	0,7	1,7	- 0,1	1,1

Source : OCDE.

## Cours boursiers

La montée de la Bourse a fortement soutenu la croissance aux États-Unis de 1995 à 1998. La Bourse stagne depuis le début de l'année (tableau 7). Au Japon, la forte croissance de 1999 a été suivie d'un repli. En Europe, après une envolée au second semestre 1999 et au premier trimestre 2000, les Bourses se sont stabilisées à un haut niveau (graphique 4). L'histoire récente a montré que la période de hausse continuelle de la Bourse est finie, que les cours boursiers seront fortement volatils, que les valeurs de la « nouvelle économie » sont fragiles. L'évolution la plus probable est celle d'une période prolongée de stagnation et de volatilité boursières. La Bourse ne jouerait plus alors de rôle moteur dans la consommation des ménages dans les pays Anglo-saxons...

## 7. Évolution de la Bourse \*

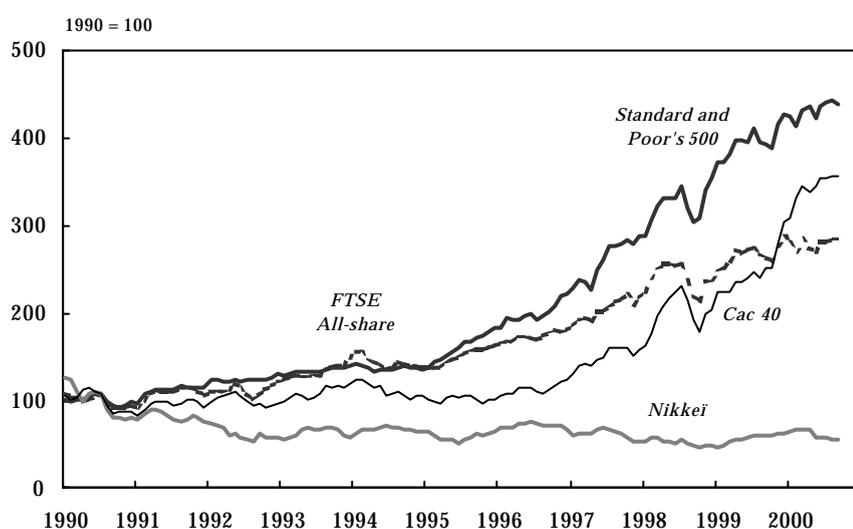
En %

	En 1999 30 décembre 1999/ 29 décembre 1998	En 2000 29 septembre 1999/ 30 décembre 1999
États-Unis	17,9	- 1,9
Japon	36,7	- 16,8
Royaume-Uni	20,3	- 6,6
Zone euro	39,4	- 1,2
Allemagne	38,3	- 2,3
France	53,1	5,2
Italie	22,4	8,6

\* SP500, Nikkeï, FTSE All-share, Dow Jones Euro STOXX Broad, DAX, CAC40, BCI.

Source : Datastream.

## 4. Indices boursiers



Source : Financial Times.

## Les politiques budgétaires

A l'exception du Japon, tous les pays de l'OCDE sont maintenant en situation de net excédent primaire structurel et devraient donc voir leur dette publique baisser relativement au PIB (tableau 8). Toutefois, la mesure des impulsions budgétaires est particulièrement délicate en 1999-2000. En 1999, les soldes publics se sont nettement améliorés dans les pays européens, en raison des rentrées fiscales qui ont été particulièrement sensibles à la croissance. En 2000, les soldes publics structurels devraient se creuser en Europe de 0,4 point de PIB, mais il est encore

difficile de faire la part entre l'effet comptable (les États sous-estiment leurs rentrées fiscales, ne voulant pas trop s'appuyer sur la reproduction de la manne fiscale de 1999) et l'effet économique (certains pays ont commencé à baisser leurs impôts compte tenu de la bonne santé retrouvée de leurs finances publiques ou, comme la Grande-Bretagne, ont même augmenté les dépenses publiques).

En 2001, l'Allemagne et les Pays-Bas ont prévu des réformes fiscales qui devraient conduire à une forte impulsion budgétaire positive. Par contre, les baisses d'impôts en France, étant compensées par un ralentissement de la croissance des dépenses publiques, ne devraient guère avoir d'effets expansionnistes. L'Allemagne, la France et, parmi les petits pays, l'Autriche et le Portugal n'ont pas encore dégagé l'excédent primaire nécessaire pour enclencher une forte baisse de la dette publique. Quoiqu'en puissent dire la BCE et la Commission, les politiques budgétaires seront pro-cycliques en Europe en 2000-2001. De nombreux gouvernements préfèrent utiliser les marges budgétaires disponibles à soutenir la croissance plutôt qu'à réduire la dette publique.

Les ventes des licences d'UMTS ont rapporté 37 milliards d'euros à la Grande-Bretagne (2,5 % du PIB) et 50,5 milliards d'euros à l'Allemagne (2,6 % du PIB). Elles devraient rapporter 20 milliards d'euros à la France (1,4 % du PIB). Pour Eurostat, ces sommes viendront en déduction du déficit budgétaire en 2000 (qu'elles soient versées en une ou en plusieurs fois). Mais la vertu comme la logique voudraient que ces sommes n'influencent pas la politique budgétaire et ne servent qu'à réduire la dette nette.

### 8. Impulsions budgétaires

	1999	2000	2001	SSP 2001*	Δ dette**
<b>États-Unis</b>	- 0,1	0,1	0,0	3,5	- 12,9
<b>Japon</b>	1,3	- 0,5	- 0,3	- 4,2	+ 18,9
<b>UE15</b>	- 0,5	0,3	0,4	2,4	- 4,1
Royaume-Uni	- 0,3	0,5	0,4	2,6	- 9,1
<b>Euro11</b>	- 0,5	0,2	0,4	2,2	- 3,7
Allemagne	- 1,1	0,0	0,7	0,9	+ 0,6
France	- 0,7	0,3	0,1	0,8	- 0,7
Italie	- 0,2	0,0	0,0	5,0	- 8,8
Espagne	- 0,2	0,4	0,4	2,1	- 7,6
Pays-Bas	- 0,4	1,1	1,5	1,5	- 9,3
Belgique	0,3	0,1	0,2	6,2	- 12,5

\* Solde structurel primaire.

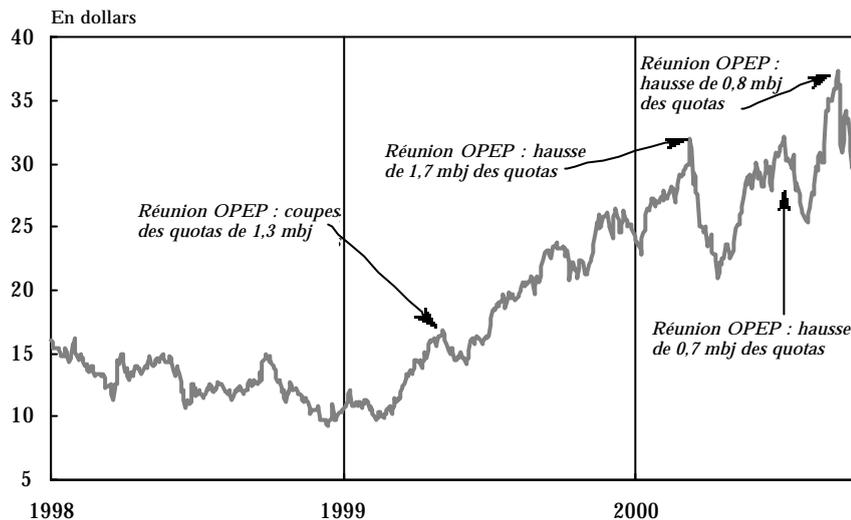
\*\* Variation de la dette publique nette (en points de PIB) de fin 1998 à fin 2001.

Sources : OCDE, calculs OFCE.

## Pétrole : la revanche de l'OPEP

De 10 dollars au début de 1999, le baril de pétrole qualité *Brent* s'échangeait en mars 2000 à 30 dollars. Puis son prix a oscillé, passant de 22 dollars le baril mi-avril à 38 dollars fin août pour revenir à moins de 30 dollars fin septembre. Cette forte volatilité est liée à l'importance des déséquilibres: les prix étant d'autant plus sensibles aux tensions que celles ci sont élevées (graphique 5). Ces mouvements sont amplifiés par le jeu de spéculateurs.

### 5. Prix du baril de Brent



Source : *Financial Times*

Les informations de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) sur l'état des stocks dans les pays de l'OCDE révèlent une situation délicate. Les réserves de produits primaires détenues par les compagnies pétrolières atteignent des niveaux historiquement bas. Aux États-Unis, la faiblesse des stocks de fuel et de combustibles a conduit les autorités de certains États à puiser dans leurs réserves stratégiques pour mieux répondre à la demande, tandis qu'en Europe la situation reste préoccupante. Depuis le début de l'année, l'industrie pétrolière ne peut satisfaire la demande escomptée que sur 52 jours, contre 58 jours en 1999.

L'exacerbation des tensions dans l'OCDE au cours des derniers mois provient surtout de la hausse saisonnière de la demande : les besoins augmentent en moyenne de 1 mbj et 0,3 mbj chaque deuxième et troisième trimestres. Or, il semble que les entreprises n'aient pu s'approvisionner au-delà de leurs besoins saisonniers habituels. Les déséquilibres accumulés en 1999 n'ont donc pu être résorbés (tableau 9). L'année dernière, en effet, les coupes de production décidées par l'OPEP avaient

conduit à un assèchement du marché et un déstockage (après corrections des variations saisonnières) de 1 mbj en moyenne sur chacun des trois derniers trimestres.

Le maintien de forts déséquilibres dans l'OCDE contraste pourtant avec l'évolution du marché mondial. Selon les données de l'AIE, la demande mondiale en 2000 aurait augmenté de 1,1 mbj à 75,8 mbj. Simultanément, l'offre de pétrole se serait accrue de 2,8 mbj à 76,9 mbj. Le relèvement de 2,4 mbj des quotas de production décidés par l'OPEP hors Irak en mars et juillet derniers s'est traduit par une hausse équivalente de la production entre la fin de 1999 et le troisième trimestre 2000. Les accords de septembre, qui ont conclu à une hausse de 0,8 mbj des quotas<sup>1</sup> et qui doivent entrer en vigueur au 1<sup>er</sup> octobre, pourraient permettre un surcroît de production d'environ 0,4 mbj au dernier trimestre. La production reviendrait alors au plafond autorisé de 26,2 mbj.

Sur l'ensemble de l'année, l'excédent de 1,1 mbj sur le marché mondial compenserait alors le déficit de 1 mbj subi en 1999. En données corrigées des variations saisonnières, les stocks se seraient accrus de respectivement 0,9 mbj, 1,1 mbj et 1,2 mbj sur chacun des trois premiers trimestres. Au quatrième trimestre, on peut espérer la poursuite du mouvement et même une légère détente dans les pays de l'OCDE, du fait d'un déstockage moindre des compagnies pétrolières que celui traditionnellement observé à cette période de l'année.

L'amélioration de la situation dans l'OCDE devrait être plus sensible au premier semestre 2001. Compte tenu des hypothèses de croissance économique, la demande mondiale augmenterait de 1,9 mbj. La prochaine réunion de l'OPEP, prévue en novembre pour faire le point sur l'état du marché, ne devrait pas modifier les accords de septembre. Les quotas de production resteraient donc inchangés. Mais ceux-ci sont régulièrement dépassés, la production pourrait donc encore augmenter de 0,4 mbj dès le début de l'année prochaine. En ce qui concerne l'Irak, les dernières résolutions de l'ONU signées en mars et juin derniers ont porté à 600 millions de dollars, contre 300 millions auparavant, le montant des sommes allouées à l'achat de matériel destiné à l'infrastructure pétrolière et ont reconduit pour un montant de 5,3 milliards de dollars par semestre le droit à exporter jusqu'à la fin de cette année. Les sanctions peuvent être soit reconduites, soit levées si l'Irak accepte les conditions de l'ONU. Mais l'Irak, qui exportait 3 mbj au cours de l'été, semble produire au maximum de ses capacités et l'allocation ne lui permettrait pas de les accroître à court terme. La marge de manœuvre est donc étroite. Les pays non OPEP devraient, quant à eux, relever sensiblement leur production, le prix étant particulièrement incitatif.

---

1. 0,5 mbj résulte du mécanisme d'ajustement instauré en mars, qui prévoit une hausse de la production de 0,5 mbj dès que les prix du panier de pétrole OPEP dépassent 28 dollars (une baisse s'ils sont inférieurs à 22 dollars) pendant 20 jours consécutifs. Les 0,3 mbj restant représente l'effort de l'OPEP pour rééquilibrer le marché.

## 9. Equilibre sur le marché pétrolier

Millions de barils/jour	1999				2000				2001				1999	2000	2001
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande mondiale, cvs	74,7	74,2	74,7	75,2	74,1	75,3	76,5	77,3	76,3	77,3	78,2	79,0	74,7	75,8	77,7
Production mondiale, cvs	74,9	73,3	73,8	74,2	75,0	76,5	77,7	78,5	79,0	79,1	79,2	79,5	74,0	76,9	79,2
Variation de stocks, cvs	0,2	- 0,9	- 0,9	- 1,0	0,9	1,1	1,2	1,2	2,6	1,8	1,0	0,5	- 0,7	1,1	1,5
Variation de stocks OCDE, cvs	0,0	- 0,6	- 0,6	- 1,8	0,4	- 0,1	0,0	0,2	1,6	0,8	0,0	- 0,5	- 0,8	0,1	0,5

Sources : AIE, calculs et prévisions OFCE

Néanmoins, les hausses resteront modérées : dans l'OPEP, la plupart des pays butent sur leurs capacités; seuls l'Arabie saoudite, le Nigéria et le Koweït disposent de marges importantes. Par ailleurs, les compagnies de raffinage américaines fonctionnent à haut régime et ne peuvent alimenter le marché en aval. On peut au total espérer une hausse globale de production d'environ 2,3 mbj en 2001.

Cette évolution devrait permettre de satisfaire la demande tout en favorisant le restockage dans les pays de l'OCDE. Les prix pourraient se détendre jusqu'à 26 dollars le baril dans le courant du deuxième trimestre. Ce niveau correspond à l'objectif central de l'OPEP. A en juger par le discours de Caracas du Président vénézuélien Chavez qui n'exclut pas une baisse des quotas si les prix venaient à trop diminuer, le retour prochain des prix du brut à des niveaux sensiblement plus faibles est peu probable.

### Quel impact macroéconomique ?

Le prélèvement extérieur pétrolier provoqué par la hausse des prix du pétrole varie selon la part des importations nettes d'énergie dans le PIB (tableau 10). Il représente environ 0,5 point de PIB aux États-Unis et au Japon. Dans les pays de la zone euro, il est de l'ordre de 1,0 point de PIB puisque ceux-ci subissent aussi le poids de la baisse de l'euro par rapport au dollar. Il est un peu plus faible en France (0,8 point). A titre de comparaison, le choc pétrolier de 1974 y avait représenté 2,5 points de PIB ; celui de 1979 2,8 points.

Pour évaluer l'impact de la hausse du prix de pétrole, nous avons comparé deux scénarios : le premier, dit de base, où le prix du pétrole serait de 18 dollars le baril et où 1 euro vaudrait 1,07 dollar soit le niveau moyen de l'année 1999 et le second scénario, proche de la situation actuelle, où le prix du pétrole serait de 30 dollars le baril et où 1 euro vaudrait 0,90 dollar. Deux variantes ont été réalisées à partir du modèle multinational mimosa, l'une prenant en compte uniquement la hausse des prix du pétrole en dollar, l'autre considérant les mouvements de change de l'euro par rapport au dollar (tableaux 11 et 12).

#### 10. Le choc pétrolier en 2000

En %

	Importations nettes de pétrole / PIB	Hausse du prix du pétrole en monnaie nationale	Prélèvement extérieur / PIB
États-Unis	0,8	67	0,55
Japon	1,0	49	0,5
Royaume-Uni	- 0,5	83	- 0,4
Allemagne	1,0	99	1,0
France	0,8	99	0,8
Italie	0,9	99	0,9

Sources : OCDE, calcul OFCE.

Dans le premier exercice, nous avons donc supposé un choc de 12 dollars sur le prix du pétrole qui correspond à celui observé aujourd'hui. La deuxième variante mesure l'impact de la dépréciation de 15 % de l'euro face au dollar. Dans les deux cas, nous avons fait l'hypothèse que les banques centrales réagissaient selon une règle de Taylor, avec une cible en terme de prix à la consommation: dans le premier cas, les taux

### 11. Impact de la hausse de 18 à 30 \$ du prix du pétrole

Écart en % au compte central sauf 1. et 2.

	2000	2001
<b>PIB</b>		
États-Unis	- 0,9	- 1,3
Japon	- 0,9	- 1,2
Euro 11	- 0,9	- 1,4
<b>Prix à la consommation</b>		
États-Unis	0,9	1,0
Japon	0,8	0,9
Euro 11	1,0	1,2
<b>Balance courante <sup>1</sup></b>		
États-Unis	- 0,6	- 0,4
Japon	- 0,7	- 0,5
Euro 11	- 1,0	- 0,7
<b>Taux d'intérêt de court terme <sup>2</sup></b>		
États-Unis	0,8	- 0,1
Japon	0,7	- 0,2
Euro11	1,0	0,1

### 12. Impact d'une dépréciation de 15 % de l'euro

Ecart en % au compte central sauf 1. et 2.

	2000	2001
<b>PIB</b>		
États-Unis	- 0,2	- 0,2
Japon	- 0,2	- 0,5
Euro 11	0,4	0,8
<b>Prix à la consommation</b>		
États-Unis	- 0,3	- 0,4
Japon	- 0,1	- 0,2
Euro 11	0,8	1,7
<b>Balance courante <sup>1</sup></b>		
États-Unis	0,0	- 0,2
Japon	0,0	- 0,3
Euro 11	- 0,3	0,2
<b>Taux d'intérêt de court terme <sup>2</sup></b>		
États-Unis	- 0,6	- 0,4
Japon	- 0,2	- 0,4
Euro11	1,2	1,6

1. Ecart en points de PIB.

2. Ecart en points de pourcentage.

Source : Modèle Mimosa.

d'intérêt à court terme augmentent de 0,8 à 1 point selon les pays, dans le second, ils baissent aux États Unis et au Japon et augmentent en Europe.

La hausse du prix du baril à 30 dollars affecte l'économie par trois canaux :

— D'abord, par l'inflation. La hausse de l'énergie se transmet aux prix à la production, puis à la consommation. L'inflation supplémentaire peut donner lieu à des revendications salariales plus élevées, les salariés cherchant à compenser la perte de pouvoir d'achat de leur revenu par des revalorisations plus fortes.

— Ensuite par la baisse de la demande. L'érosion du revenu des ménages et des entreprises induit un ajustement de la consommation et de l'investissement. Le resserrement monétaire accentue le mouvement. La demande finale ralentit donc sensiblement au cours des deux années tandis que la progression du chômage fait pression sur les salaires ce qui limite l'accélération de l'inflation la deuxième année. Les taux d'intérêt reviennent vite à leur niveau initial.

— Ensuite, par le creusement du déficit extérieur. Le renchérissement du prix des importations de produits pétroliers se combine à de moindres ventes à l'extérieur du fait d'une demande plus faible. Seuls les pays exportateurs nets peuvent augmenter leurs importations, et donc atténuer l'impact récessif sur le commerce international. Une partie de ces ressources est affectée au remboursement de dettes passées ou à l'épargne.

L'impact sur la croissance est une baisse de 0,9 point la première année aux États Unis, au Japon et dans l'Euro 11. La deuxième année, l'impact est un peu plus fort en Europe (- 0,5 point) qu'aux États Unis (- 0,4 point). L'inflation supplémentaire va de 0,8 à 1 point en 2000.

La baisse de l'euro provoque en Europe un surcroît d'inflation de 0,8 point la première année et 0,9 point la seconde, qui s'accompagne d'un relèvement des taux d'intérêt de 1,2 point et 0,4. L'activité s'accroît de 0,4 point sur chacune des deux années du fait de l'amélioration de la compétitivité des produits européens. Sous l'effet du renchérissement du prix des importations, le solde courant commence par se creuser puis se redresse de 0,5 point la deuxième année. Aux États-Unis et au Japon, le renchérissement des monnaies conduit aux effets inverses. La baisse de l'inflation et des taux d'intérêt stimule la croissance mais in fine, l'effet récessif l'emporte. Les importations baissent, comme les exportations. Le solde courant n'est pas affecté dans un premier temps. L'année suivante, par contre, la perte de compétitivité détériore le solde extérieur de 0,2 point aux États-Unis et de 0,3 point au Japon.

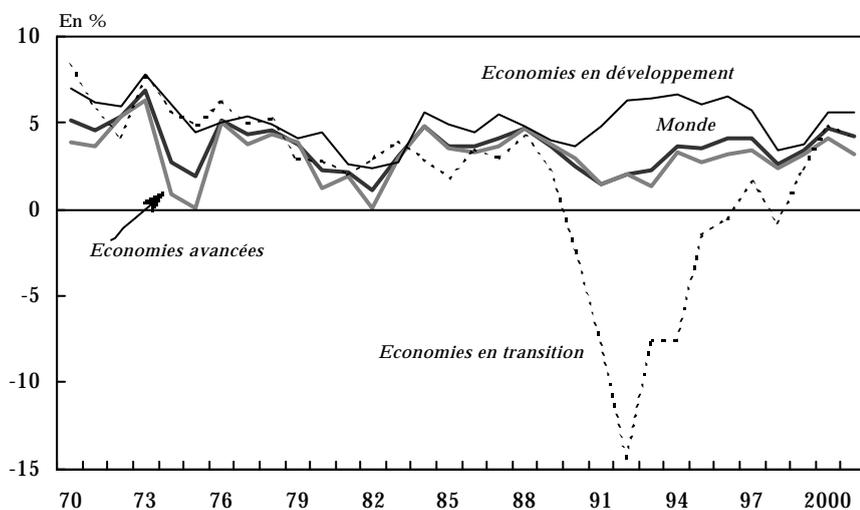
Le total des deux chocs induirait donc une baisse du PIB de la zone euro de 0,5 point, avec une hausse de l'inflation de 1,8 point et une hausse de 2,2 points du taux d'intérêt. Il explique donc une grande part de l'évolution constatée actuellement.

## Commerce mondial : rééquilibrage par le haut

La poursuite de l'affermissement de la croissance dans la quasi-totalité des régions du monde s'est traduite par une accélération rapide des flux internationaux de commerce depuis le début de 1999. Les importations de produits manufacturés ont renoué, au tournant de l'an 2000 avec des rythmes proches de ceux du précédent point haut de la croissance mondiale en 1994-1995, soit de l'ordre de 12 % par an (tableau 14). Les marques de la crise asiatique de l'été 1997 et de la crise russe de 1998 sont désormais effacées. Les importations asiatiques puis d'Amérique latine ont fortement accéléré, celles des pays de l'Est se sont redressées. Contrairement aux phases précédentes d'accélération du commerce (1994, 1997), le panorama conjoncturel récent présente une répartition plus équilibrée de la croissance et des échanges entre pays industriels, pays en développement et pays en transition. De ce point de vue, la situation conjoncturelle actuelle offre des similitudes avec celle de 1988 (graphique 6).

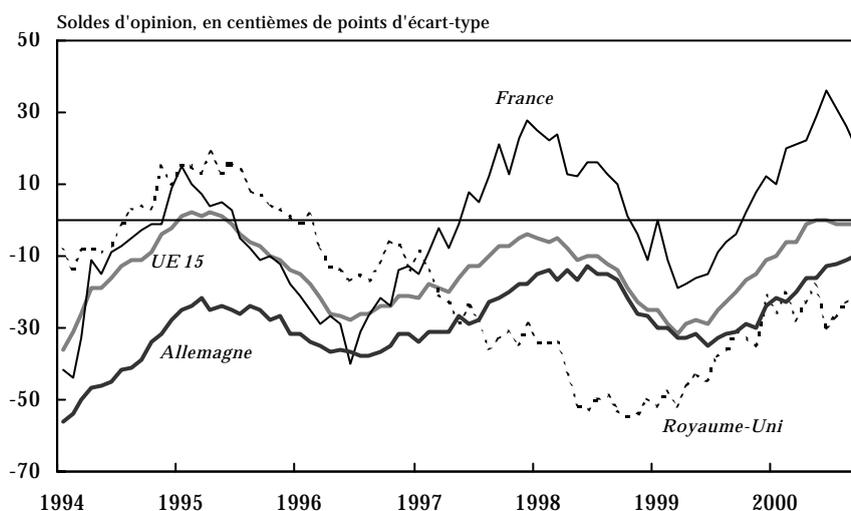
En 2000, les importations des États-Unis sont restées la locomotive du commerce mondial, dont le dynamisme s'est étendu à la plupart des régions, à l'exception du Japon, des pays d'Afrique et du Moyen-Orient hors OPEP. En Europe, le redressement des opinions des industriels sur les carnets de commandes étrangères a été généralisé et de grande ampleur entre le creux conjoncturel du tournant 1998-1999 et le printemps 2000. Les opinions se sont cependant stabilisées depuis le mois de mai dans la plupart des pays de la zone euro (graphique 7). Elles ont continué de s'améliorer en France, où elles ont dépassé les niveaux atteints lors de la reprise de 1997 et de celle de 1994, culminant en juin,

6. Croissance mondiale



Source : FMI.

### 7. Opinions des industriels européens sur les carnets de commandes étrangères



pour se dégrader depuis, ainsi qu'en Allemagne. Au Royaume-Uni, les évolutions des soldes d'opinions ont été volatiles, mais oscillent autour d'une tendance stable depuis le début de l'année. Après un premier semestre exceptionnellement fort, la progression des exportations industrielles de la zone euro devrait donc ralentir au troisième trimestre, et retrouver des rythmes plus en ligne avec les demandes intérieures (tableau 15).

La forte progression des importations qui a accompagné la reprise s'est traduite par une augmentation rapide des taux de pénétration dans les pays de la zone euro et au Royaume-Uni. En considérant l'ensemble des importations européennes, y compris les importations intra-européennes, comme cela est le cas dans les comptes trimestriels publiés par Eurostat, le taux de pénétration a augmenté de plus de 3 points dans la zone euro depuis la fin de 1998. La progression a été plus modérée aux États-Unis et au Japon (tableau 13). Au total, elle témoigne du développement de l'internationalisation des processus de production.

### 13. Taux de pénétration (importations/PIB, en %)

	1994	1998t4	2000t2
Zone euro	26,4	32,2	35,5
Royaume-Uni	28,0	34,9	37,8
États-Unis	11,1	14,7	16,4
Japon	9,9	11,0	12,6

Sources : BEA, EPA, Eurostat, ONS.

## 14. Importations de produits manufacturés (en volume)

	Part dans le commerce en 1998	Variations par rapport à la période précédente, en %															
		1999				2000				2001				1999	2000	2001	
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Monde</b>	<b>100,0</b>	<b>0,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>6,6</b>	<b>12,6</b>	<b>8,9</b>
<b>Pays industrialisés<sup>1</sup></b>	<b>79,7</b>	<b>1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>8,3</b>	<b>11,9</b>	<b>8,6</b>
Union européenne	44,2	-0,5	2,1	3,5	2,4	2,6	2,9	2,0	1,9	2,2	2,2	2,0	1,9	1,9	5,2	10,7	8,7
Etats-Unis	20,2	2,7	2,8	4,6	4,0	4,5	2,3	2,7	2,7	2,5	2,8	2,2	2,1	13,3	15,0	10,5	
Japon	5,4	10,4	0,6	2,0	8,8	4,1	1,7	0,9	1,0	1,5	1,5	1,5	1,5	13,2	14,3	5,5	
<b>PED<sup>1</sup></b>	<b>20,3</b>	<b>-3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>2,7</b>	<b>5,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,2</b>	<b>15,7</b>	<b>10,0</b>	
Amérique latine <sup>2</sup>	4,9	-3,7	2,6	2,9	7,2	5,7	4,3	4,0	3,0	3,0	3,0	2,0	2,0	-1,3	20,5	12,6	
Asie <sup>2</sup>	8,1	-1,4	7,0	6,7	1,9	7,6	5,2	2,0	2,0	2,0	2,0	1,0	1,0	7,6	20,7	8,2	
OPEP	2,3	-9,8	-4,7	8,5	0,4	1,3	-3,2	7,0	7,0	5,0	5,0	0,0	-1,0	-11,3	7,4	17,1	
Afrique <sup>2</sup>	1,6	-16,0	8,4	0,0	2,0	-2,6	4,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	-6,8	5,4	8,8	
Moyen-Orient <sup>2</sup>	0,9	7,2	-3,5	-2,8	-3,2	6,2	-6,6	5,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	-1,2	4,0	
Europe de l'Est	2,5	-2,5	0,0	1,0	1,6	2,0	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	-5,6	7,2	8,4	

1. OCDE hors Corée du Sud, Hongrie, Mexique, Pologne, République tchèque et Turquie. Ces pays sont intégrés dans les zones PED.

2. Hors OPEP.

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

## 15. Produits manufacturés : exportations et demandes adressées (en volume)

	Variations par rapport à la période précédente, en %															
	1999				2000				2001				1999	2000	2001	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
France	-0,5	2,6	5,5	1,2	5,6	3,9	1,2	1,9	2,0	2,1	1,8	1,5	4,1	14,4	8,1	
Demande adressée	-1,4	2,3	3,2	2,6	2,3	2,4	2,3	2,2	2,3	2,2	1,8	1,8	4,1	10,4	9,0	
Allemagne	-0,1	2,7	4,6	-1,7	7,6	3,0	3,0	2,5	2,0	2,0	1,8	1,8	0,9	14,2	9,2	
Demande adressée	-0,1	1,7	3,4	2,9	2,5	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	1,8	1,7	5,1	10,6	8,5	
Italie	-2,9	3,9	2,7	2,5	2,1	1,4	1,4	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	-1,0	8,7	7,1	
Demande adressée	-1,4	2,2	3,8	2,7	3,1	2,6	2,2	2,1	2,4	2,4	1,9	1,7	4,5	11,6	9,1	
Royaume-Uni	-0,8	3,3	8,1	-3,7	3,9	2,2	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	3,9	9,2	7,8	
Demande adressée	-1,2	2,4	3,4	3,0	3,0	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	1,8	1,7	4,8	11,5	9,0	
Etats-Unis	-2,9	0,6	4,5	2,9	1,5	2,3	2,0	2,1	1,9	1,9	1,4	1,3	3,2	9,6	7,7	
Demande adressée	-0,9	2,7	3,8	4,8	2,8	2,6	2,2	2,0	2,1	2,0	1,5	1,5	5,4	13,0	8,2	
Japon	-0,8	3,9	2,0	3,5	3,6	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,8	11,0	6,2	
Demande adressée	-0,5	3,5	4,7	3,0	4,3	2,9	2,5	2,4	2,3	2,4	1,6	1,6	7,3	14,5	9,4	
Monde	0,1	2,5	3,8	3,6	3,3	2,6	2,2	2,1	2,2	2,3	1,8	1,8	6,6	12,6	8,9	

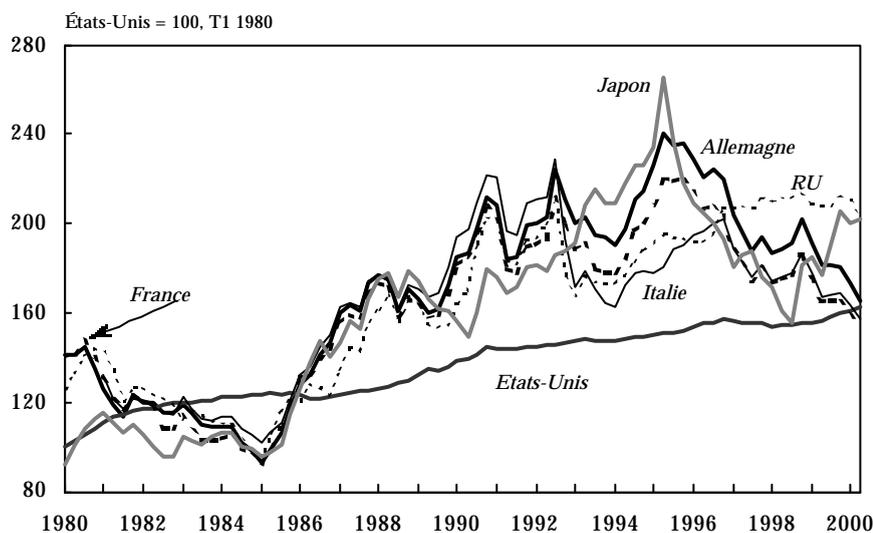
Sources : OCDE, sources nationales, prévisions OFCE.

## Compétitivité-prix : vers un rééquilibrage entre la zone euro et les États-Unis

Les prix de production industriels (y compris énergie) dans les pays de la zone euro ont connu une certaine accélération depuis le début de l'année 1999, qui résulte en partie de la hausse des prix de l'énergie : leur progression sur un an était de 3 % au deuxième trimestre 2000 en Allemagne, de 4,5 % en France, de 6 % en Italie et en Espagne, alors qu'elle était proche de 0 voire négative, dix-huit mois plus tôt. Mais la dépréciation de 25 % de l'euro face au dollar depuis le début de 1999 a permis une baisse des prix de production exprimés en dollars et a progressivement ramené les niveaux de prix de la zone euro vers ceux des États-Unis (graphique 8). La progression des prix américains en dollars était de 4 % sur un an au deuxième trimestre 2000 (2 % un an plus tôt), celle des prix japonais de 0,4 % (- 1,4 % un an plus tôt) et britanniques de 2,5 % (1,4 % un an plus tôt). Les industriels britanniques et japonais peinent à stabiliser leurs prix de production en dollars, du fait de l'évolution de leurs devises.

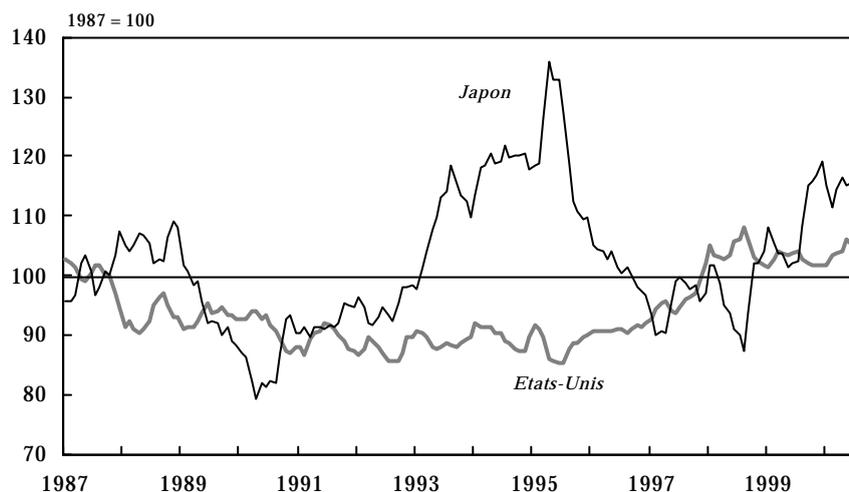
La dépréciation de l'euro a donc permis d'améliorer la compétitivité des producteurs de la zone. Les évolutions des prix de production industriels et des taux de change réels (mesurés par l'OCDE selon l'indice des prix à la consommation) suggère que la hiérarchie reste la même entre les grands pays de la zone euro : la France et l'Allemagne, où l'inflation reste la plus modérée, enregistrent des gains de compétitivité toujours plus importants que l'Italie ou l'Espagne.

### 8. Niveaux de prix de production

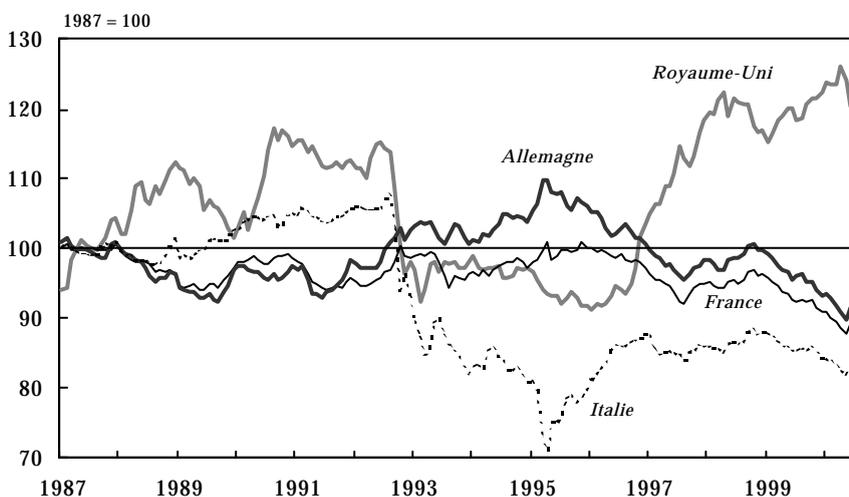


La définition de la sous-évaluation de l'euro par rapport au dollar est délicate. Si l'on se fixe 1987 comme année de référence, année « moyenne » de taux de change réels sur la période 1972-2000, le taux de change de l'euro apparaît sous-évalué en fin de période (graphiques 9). Les pays connaissant les surévaluations les plus nettes sont le Royaume-Uni puis le Japon, et moins nettement les États-Unis. Si l'on considère les prix de production selon la PPA de 1992, en écart par rapport aux prix américains, seuls le Japon et le Royaume-Uni restent nettement au-dessus. Le taux de change euro-dollar du premier semestre 2000 correspondrait à la parité des prix de production, alors que le dollar aurait été nettement sous-évalué de 1987 à 1999.

9a. Taux de change réels des États-Unis et du Japon



9b. Taux de change réels de quatre pays de l'Union européenne



Source : OCDE.

A l'horizon de la prévision, le dynamisme des importations mondiales s'atténuerait, passant de rythmes de 14 % au premier semestre 2000 en glissement, à 8 % à la fin 2001, en particulier du fait du ralentissement de l'activité aux États-Unis, de contraintes de financement en Amérique latine, d'un moindre dynamisme en Asie, puis de la baisse des recettes de l'OPEP. Le dynamisme de l'activité industrielle réduit la pression de la concurrence par les prix pour gagner des marchés. Les mouvements du dollar entraîneraient cette année des pertes de parts de marché pour les exportateurs américains et une certaine stabilisation l'an prochain. En contrepartie, la remontée de la devise européenne se traduirait par de légères pertes de parts de marché des exportateurs européens à l'horizon de la fin 2001. La France et l'Allemagne continueraient à gagner des parts de marché en 2000, tandis que l'Italie ne parviendrait à stabiliser ses parts de marché qu'en fin de période (tableau 15). La baisse récente de la livre par rapport au dollar et celle prévue en 2001 par rapport à l'euro, allégeraient la contrainte pesant sur les exportateurs britanniques à l'horizon 2001, ce qui autoriserait une stabilisation des parts de marché. La stabilité du yen face au dollar ne permettrait pas aux exportateurs japonais de gagner des parts de marché.

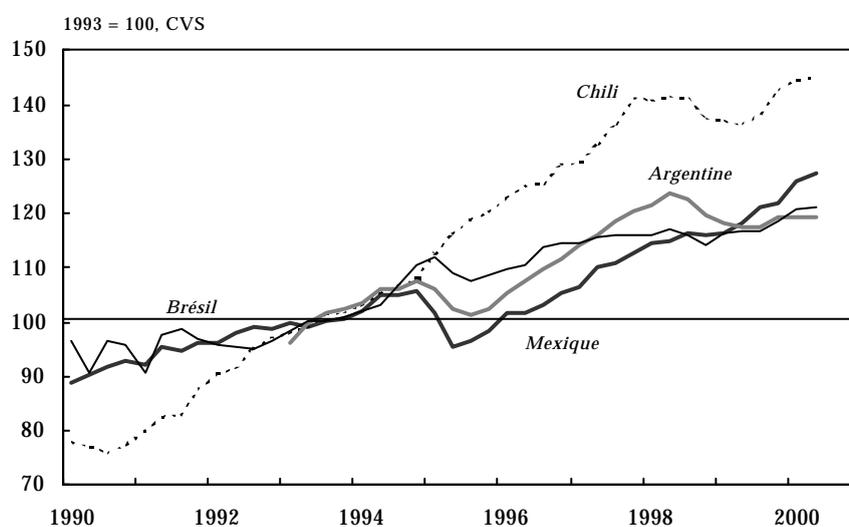
## Amérique latine : une reprise en ordre dispersé

Dix huit mois après la crise brésilienne, plusieurs grands pays d'Amérique latine ont retrouvé une croissance vigoureuse (graphique 10). Tirée dans un premier temps par de très bonnes performances à l'exportation, la reprise se consolide, de plus en plus alimentée par les demandes intérieures. Après avoir stagné en 1999, l'activité a rebondi rapidement en 2000 : l'acquis de croissance en milieu d'année atteint déjà 3,5 % pour l'ensemble de la région et les perspectives à moyen terme sont favorables. En 2001 comme en 2000, la croissance pourrait atteindre 4,5 %.

La tourmente financière de l'année dernière avait contraint les pays à adopter des politiques économiques restrictives; la situation s'est peu à peu normalisée et la majorité des pays ont pu tirer parti d'un environnement international porteur. Certains continuent cependant d'être très affectés par les séquelles de la crise financière de 1997-1998 (fragilisation des secteurs bancaires et des finances publiques), par un climat politique tendu, ou par des politiques d'ajustement draconiennes.

A l'exception de l'Argentine toujours engagée dans un système de *Currency Board*, de l'Équateur qui s'est dollarisé et du Venezuela dont la monnaie fluctue à l'intérieur d'une bande définie par les autorités, les pays sont désormais en régime de change flottant. Les politiques monétaires, dégagées des objectifs de change, cherchent à stabiliser les économies et à conforter le mouvement de désinflation.

### 10. Croissance en Amérique latine



Sources : FMI, CVS OFCE.

Elles restent cependant vigilantes : la détente des taux d'intérêt ne fait qu'accompagner la baisse de l'inflation. Simultanément, les réformes d'assainissements budgétaires entreprises dans plusieurs pays donnent des résultats satisfaisants au premier semestre 2000. Cette amélioration s'est traduite par un regain de confiance à l'égard de la zone : les *spreads* sur les prêts internationaux à long terme ont baissé et les investissements directs étrangers ont augmenté.

Cette amélioration du contexte financier s'est combinée à d'autres facteurs favorables :

— Le dynamisme de la demande mondiale, soutenu par la croissance américaine, mais aussi par la demande en provenance de l'Union européenne et de l'Asie. Cet effet joue fortement sur la croissance des pays les plus ouverts comme le Mexique et le Chili, dont 27 % et 22 % respectivement de la production sont destinés à l'exportation.

— Une compétitivité favorable du fait des dépréciations monétaires : le taux de change réel brésilien reste entre 20 et 25 % en deçà de son niveau de fin 1998.

— L'amélioration des termes de l'échange pour certains pays, avec la reprise du cours de certaines matières premières industrielles en 1999 et du pétrole (Mexique, Chili, Colombie, Argentine, Venezuela, Equateur).

Depuis le début de l'année 2000, dans plusieurs pays, la croissance s'appuie aussi sur le rebond de la demande intérieure. Au Mexique, après une croissance de 3,7 % en 1999, l'activité a progressé de 7,7 % sur un an au premier semestre 2000. L'indicateur avancé de court terme prolonge la tendance avec une hausse de 6,3 % sur six mois en juillet dernier. La consommation privée et l'investissement sont très dynamiques. L'emploi et les salaires réels augmentent, grâce à des gains de productivité élevés. Pour éviter les dérapages inflationnistes, la politique monétaire reste stricte : le taux à trois mois, qui a baissé jusqu'en avril, oscille depuis autour de 14,5 % pour une inflation de 9,1 % en août. Le climat d'euphorie entretenu par la victoire de V. Fox aux élections présidentielles de juillet dernier fait craindre des risques de surchauffe et un renforcement des anticipations inflationnistes. Or, l'objectif est de converger vers l'inflation des États-Unis à l'horizon 2003. Aidé par des prix du pétrole très supérieurs aux hypothèses de la loi de finances de 2000 (16,5 dollars le baril) et par la vigueur de la croissance, le besoin de financement du secteur public devrait en 2000 être inférieur à l'objectif de 1 % du PIB. Cette croissance devrait dégrader les comptes extérieurs : le déficit commercial atteindrait 22 milliards de dollars en 2000, après 18,5 milliards de dollars en 1998 et 1999. Les entrées d'investissements directs couvriraient pour moitié le déficit externe. Le recours aux marchés financiers resterait donc modéré. Le ralentissement de la croissance américaine pèsera sur la croissance en 2001, qui reviendrait aux alentours de 5 %, après 6,9 % cette année.

Au Brésil, le PIB a cru de 3,8 % sur un an au premier semestre 2000, la production industrielle progressant de 6,8 % sur un an en juillet. Là aussi, les exportations, notamment les produits à plus forte valeur ajoutée, ont été le moteur de la reprise. Depuis le début de l'année, la demande interne a pris le relais. Soutenue par une forte expansion du crédit, et la hausse de l'emploi, la consommation privée s'accélère tandis que l'insuffisance des capacités de production qui commence à apparaître dans certains secteurs de biens intermédiaires, relance l'investissement. L'inflation s'est ralentie sensiblement puisqu'elle atteignait 5,3 % en mai après un pic à 8,4 % en janvier. Sous l'effet de facteurs spécifiques, elle est passée à 7 % en août mais devrait baisser par la suite. La détente monétaire est interrompue : les taux d'intérêt à trois mois sont à 16,5 % depuis juillet dernier. Les réformes budgétaires entreprises en 1999 ont permis de dégager un excédent primaire de 4,7 % du PIB sur les 5 premiers mois de l'année (pour un objectif FMI de 3,3 % à la fin de l'année), tandis que la baisse des taux d'intérêt qui avaient atteint 50 % au début de 1999, a réduit la charge d'intérêt de 13,2 % du PIB en 1999 à 7,6 %. Le dynamisme des exportations permet au solde commercial de s'améliorer malgré des termes de l'échange défavorables (hausse des prix du pétrole, baisse des matières premières agricoles, ...) et surtout des importations en hausse. L'excédent est de 2,4 milliards de dollars sur les 8 premiers mois en rythme annualisé, après un déficit de 1,2 milliard en 1999 et de 6,7 milliards en 1998. Le Brésil croîtrait à un rythme soutenu : 3,9 % en 2000 et 4,3 en 2001.

Au Chili, la croissance a renoué avec les rythmes d'avant la crise de 1997-1998 : 5,8 % sur un an au premier semestre. Soutenue par des exportations en forte hausse, la croissance s'accompagne d'un rebond de la demande intérieure. Les perspectives restent là aussi très bien orientées du fait d'une économie saine et de facteurs externes favorables : diversité des marchés à l'exportation, bonne compétitivité, et reprise des cours de matières premières.

Par contre, d'autres pays de la région restent soumis à d'importantes difficultés. Contrainte par son régime de change, l'Argentine ne peut tirer pleinement parti de la reprise brésilienne. Malgré la hausse de ses exportations au deuxième semestre 1999, la demande interne n'a pas suivi : la consommation des ménages progresse de 1 % sur un an au premier trimestre et l'investissement baisse de 3 %. La production industrielle, qui avait repris au milieu de l'année dernière, s'est à nouveau contractée depuis le début de l'année. Le chômage continue d'augmenter : 15,4 % en mai. Les salaires réels baissent sur un an et le coût du crédit s'est resserré avec la hausse des taux d'intérêt américains. La politique budgétaire, contrainte par le poids de la dette publique et l'importance de la charge d'intérêt, reste très restrictive et pèse sur la croissance. Les perspectives restent sombres, même une timide reprise pourrait apparaître en 2001.

## Asie : une reprise bien engagée

L'Asie confirme sa reprise engagée maintenant depuis plusieurs trimestres. Les pays les plus affectés par la crise de 1997-1998 progressent en ordre dispersé. La Corée du Sud et la Malaisie connaîtraient en 2000 une croissance proche de 9 %. Simultanément, les Philippines et l'Indonésie restent sur un rythme de croissance encore faible de 3,5%. La Chine et Hong Kong sont dans une situation favorable, où la croissance s'accélère avec la perspective de sortie de la déflation installée depuis plusieurs années.

Ainsi, les économies émergentes d'Asie se différencient nettement selon les composantes de la demande. Les exportations qui ont eu un rôle décisif en 1999 pour aider les économies à sortir de la crise continuent de jouer un rôle majeur dans la croissance en 2000, notamment en Malaisie mais aussi en Corée et en Thaïlande. Plusieurs aspects ont joué : avantage de compétitivité lié aux dépréciations monétaires, reprise du cycle de l'électronique, effet stimulant du commerce intra régional, dynamique des demandes américaine et européenne.

Après deux ans d'un mouvement très ample, le moindre déstockage a largement contribué à la reprise d'activité en 1999 en Corée du Sud et en Thaïlande bien que dans une mesure moindre (graphiques 11). Au deuxième trimestre 2000, il joue un rôle majeur dans la croissance de ce pays.

Néanmoins, la consolidation de la croissance passe par la reprise de la demande intérieure et c'est là que le bât blesse. Les pays se différencient par le niveau de leurs surcapacités productives, la qualité de leur tissu industriel et financier.

Ainsi, en Corée du Sud, l'investissement a sensiblement contribué à la reprise, du premier trimestre 1999 au début de cette année. En Malaisie, l'ajustement de l'investissement a été extrêmement violent pendant la crise: le taux d'investissement a perdu de presque 20 points de PIB entre 1997 et 1999 (graphique 12). Depuis un an, la contribution est redevenue positive et elle s'accroît sensiblement en 2000 : au deuxième trimestre, elle explique 4 points de hausse du PIB sur un an. En Thaïlande et surtout en Indonésie, la reprise de l'investissement est plus lente: le taux d'investissement en Thaïlande reste à 20 % en 1999, ce qui est extrêmement faible pour ce pays.

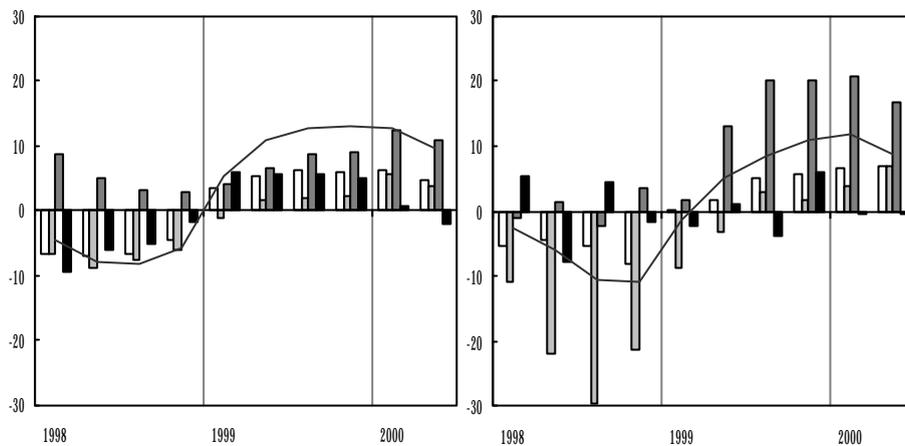
La même hiérarchie se retrouve pour la consommation: une contribution très forte en Corée du Sud (malgré un tassement au deuxième trimestre 2000) et en Malaisie (surtout en 2000), modérée en Thaïlande et faible en Indonésie.

11. Contributions à la croissance du PIB

En points de PIB

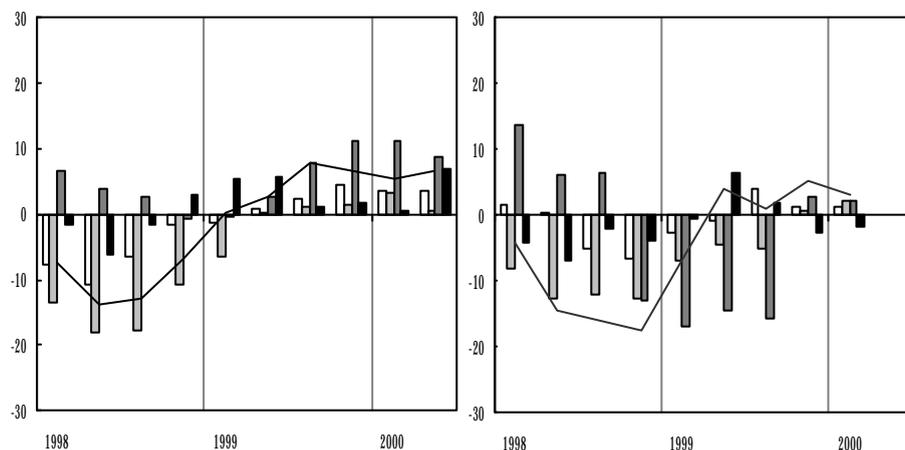
a) en Corée

b) en Malaisie



c) en Thaïlande

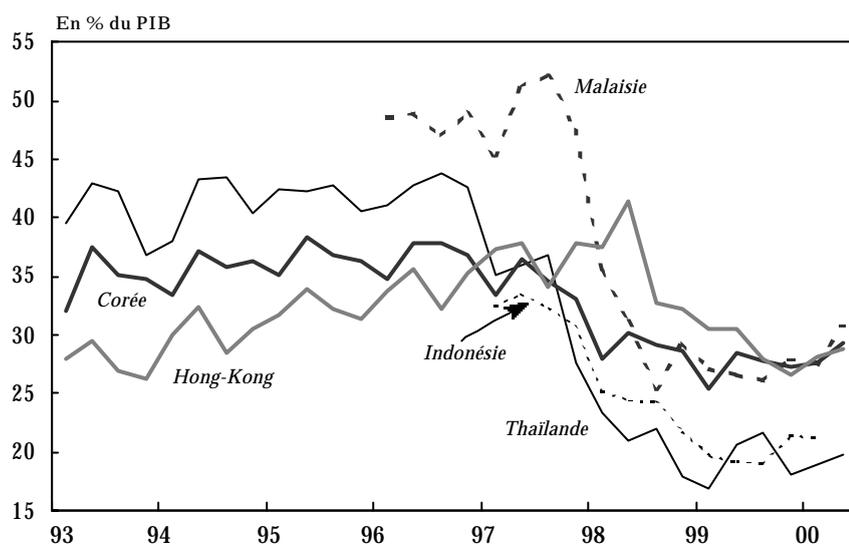
d) en Indonésie



- Consommation finale
- FBCF
- Exportations
- Variations de stocks
- PIB en glissement annuel

Sources : Datastream, sources nationales.

## 12. Taux d'investissement en Asie \*



\* Hors stocks ; à partir de données en volume.  
Sources : sources nationales, Datastream.

En conséquence, les potentiels de croissance divergent sensiblement aujourd'hui. En Corée du Sud, après plusieurs trimestres de forte hausse, l'activité devrait continuer de croître à des rythmes soutenus: la production industrielle a encore progressé de 24 % en août. L'inflation, après le point bas à 0,2 % au début de 1999 est passée à 2,7 % en août, ce qui reste faible. Néanmoins, les marges de croissance sans inflation se réduisent et les craintes de résurgences inflationnistes, alimentées par la hausse de l'énergie et les risques de tensions du côté des capacités productives et surtout du marché du travail, rendent la politique monétaire vigilante. Mais c'est surtout la politique budgétaire qui pourrait freiner l'activité dans le cadre de réformes structurelles. En 2001, les prélèvements obligatoires devraient augmenter de 18,7 % à 20 % afin de financer les réformes économiques et sociales (amélioration de la protection sociale) et de réduire le déficit public de 3,4 % du PIB à moins de 1 %. 45 milliards de dollars de fonds supplémentaires devraient être injectés pour aider à l'assainissement du système financier (après 100 milliards déjà versés depuis 1997).

En Thaïlande, les tensions inflationnistes restent peu présentes. Mais la croissance reste fragile compte tenu du risque d'infléchissement des exportations vers les États-Unis, de l'insuffisance des restructurations bancaires (les prêts douteux représentaient encore 37 % de l'encours en avril dernier) et du manque de confiance des investisseurs étrangers. La

Bourse a baissé de 40 % depuis le début de l'année. Le chômage a commencé à reculer mais les salaires réels n'augmentent toujours pas.

Dans le monde chinois, la situation est favorable. En Chine, la croissance est confortée par les bonnes performances à l'exportation mais aussi par le redémarrage de la demande intérieure. Les ventes au détail se redressent malgré un climat de confiance encore bas. La déflation touche à sa fin : les prix à la consommation ont augmenté de 0,3 % en août. Néanmoins, pour asseoir davantage la croissance, le gouvernement devrait lancer un nouveau plan de soutien de 6 milliards de dollars après celui de 12 milliards en début d'année, destiné à financer des projets d'infrastructure, et accroître la formation dans les nouvelles technologies pour les salariés des entreprises d'État.

A Hong Kong, la croissance est restée dynamique en dépit de certains facteurs défavorables : hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, poursuite de la baisse des prix sur le marché de l'immobilier (l'indice des prix des bureaux est revenu à 92 au premier trimestre 2000 pour une base 100 en 1989, après avoir culminé à 214 au début de 1997), la concurrence de Singapour. La croissance a été soutenue au début de l'année par la reconstitution des stocks et la consommation des ménages. Le marché du travail est de plus en plus tendu : le taux de chômage a baissé de 1 point au cours des 6 derniers mois.

Globalement, les perspectives de croissance pour l'ensemble de la zone restent favorables. Les taux de croissance pourraient ralentir dans les pays les plus avancés dans leur processus de rattrapage — c'est le cas de la Corée du Sud, de la Malaisie et de Hong Kong — mais resteraient dynamiques malgré tout. Dans les autres pays, la croissance devrait se confirmer bien que des points de fragilité subsistent : la lenteur des restructurations industrielles et de l'assainissement des systèmes financiers, des climats politiques parfois troubles et sur le plan externe, l'impact du retournement conjoncturel aux États-Unis et de la hausse du prix du pétrole. Globalement, la croissance dans l'ensemble de la zone pourrait atteindre 7 % en 2000 et 6,7 % l'année suivante.

## PECO : quand la croissance prime

La croissance de l'économie polonaise a été vigoureuse au premier semestre 2000. Malgré un léger ralentissement au second semestre, elle devrait atteindre 5,2 % en 2000, puis 4,8 % en 2001. A la mi-2000, les industriels indiquaient toujours de bonnes perspectives de production. L'économie polonaise bénéficie du regain de croissance dans les pays qui l'entourent. Malgré la forte croissance, le taux de chômage continue d'augmenter : 13,9 % à la mi-2000 contre 12%, il y a un an, du fait d'une gestion plus rigoureuse des effectifs. Le taux d'inflation a recommencé à augmenter en raison de la hausse du prix de l'énergie, de la hausse des impôts indirects et sans doute aussi de la vigueur de l'activité (10,7 % en glissement annuel en août). La politique monétaire est rigoureuse depuis novembre 1999 : le taux d'intervention atteint 19,6 % en septembre 2000. Depuis avril 2000, le zloty flotte librement. La Banque centrale souhaite se concentrer sur la lutte contre l'inflation et ne plus gérer le taux de change. Depuis un an, le zloty a perdu 9,5 % par rapport au dollar ; mais il a monté de 10 % par rapport à l'euro. Aussi, le taux de change réel s'est-il apprécié. Le déficit courant reste à un niveau élevé (7,5 % du PIB sur le début de l'année 2000). Le déficit public est de l'ordre de 2 % du PIB. La croissance polonaise a donc bien résisté à une politique monétaire rigoureuse. Toutefois, les niveaux des taux d'intérêt, de l'inflation, du déficit extérieur retardent les perspectives d'adhésion à l'Union européenne.

La Hongrie connaît, elle aussi, une forte expansion (5,5 % l'an en 2000 et 2001), impulsée par l'industrie (+ 17,5 % en glissement annuel en juillet 2000), l'investissement et les exportations. Le chômage a commencé à refluer, passant de 9,7 % fin 1999 à 9,1 % en juillet 2000. L'inflation était de 9,6 % en août en glissement annuel, mais devrait ralentir avec la baisse du prix de l'énergie et se situer à 8 % en 2001. Le déficit budgétaire se stabilise à 3 % du PIB. Le déficit courant atteint 5 % du PIB. La politique monétaire est neutre (11 % pour le taux court en septembre). Le florin est pratiquement stable vis-à-vis de l'euro depuis début 1999, la Banque centrale devant intervenir pour éviter sa hausse, ce qui entraîne une hausse du taux de change réel.

La République tchèque avait connu une baisse du PIB en 1997, 1998 et 1999, qui s'est interrompue à la mi-1999. Elle devrait renouer avec la croissance en 2000 (2,5 %), puis en 2001 (3,5 %). Elle bénéficie d'un rebond de la demande intérieure et du surplus de croissance de ses marchés à l'exportation (Allemagne, en particulier). Sa production industrielle a repris de la vigueur (+ 5,6 % en juillet en glissement annuel). Dans les dernières enquêtes de conjoncture, la confiance des industriels se stabilise à un haut niveau ; celle des ménages s'améliore, bien que le taux de chômage reste élevé (9,2 %). La productivité du travail s'est fortement améliorée dans l'industrie en raison de la fermeture d'entre-

prises non-rentables et du licenciement d'une partie de la main-d'œuvre excédentaire. L'inflation reste modérée (de l'ordre de 4 %) et la politique monétaire est relativement neutre (le taux d'intérêt est de 5,4 %). Le déficit public (3,6 % du PIB) et le déficit courant (2,5 % du PIB) sont modérés. La couronne tchèque s'est légèrement appréciée vis-à-vis de l'euro dans la période récente (+ 4 % en un an).

La Russie a connu en 1999 une croissance vigoureuse (7,3 % en glissement) qui se poursuit en 2000 malgré un léger tassement au 2<sup>e</sup> trimestre : après 2,7 % en T1, la croissance n'a été que de 0,3 % en T2 (soit 6,7 % en rythme annuel). La croissance est surtout soutenue par l'investissement, qui aurait progressé de 19 % en un an contre 8,5 % pour la consommation. Elle a bénéficié aussi de la chute du rouble et de la hausse du prix du pétrole. Le chômage, au sens du BIT, poursuit sa décrue : 10 % en juillet 2000 contre 11,9 en juillet 1999. Par contre, malgré une certaine remontée, ni le salaire, ni le revenu par tête n'ont encore retrouvé les niveaux de 1997.

Le taux d'inflation, qui avait été de 36,5 % en 1999, se situe maintenant à un rythme de l'ordre de 20 %. Bénéficiant du niveau des prix de l'énergie, le solde extérieur redevient fortement excédentaire. Ce regain des exportations ainsi que la meilleure collecte des impôts permettent au budget de l'État de renouer avec les excédents depuis le début de l'année. Le taux de change est pratiquement stable depuis le début de l'année, aux alentours de 28 roubles pour un dollar. Le taux de change réel poursuit donc sa remontée, ce qui favorise le ralentissement de l'inflation. Les taux d'intérêt ont fortement diminué et se situent à 28 % pour le court terme. Enfin, la Bourse a doublé en un an.

L'essor de l'investissement et l'amélioration du revenu des ménages devraient continuer à soutenir la croissance l'année prochaine, malgré un taux de change réel moins favorable et la baisse du prix du pétrole. La croissance devrait atteindre 6,5 % en 2000, puis 5,5 % en 2001 avec une inflation de l'ordre de 12 % en 2001.

## États-Unis : une nouvelle mise à l'épreuve

La croissance a été très vigoureuse au cours du premier semestre 2000, mais, en même temps, les signaux de ralentissement se sont multipliés. L'activité au premier trimestre a été essentiellement soutenue par la consommation des ménages, entraînée par une forte progression des achats de biens durables. Le taux d'épargne des ménages a perdu plus d'un point de pourcentage pour atteindre juste 0,2 %, compensant le ralentissement du revenu disponible, grignoté par la forte progression des prix. L'investissement a également fortement progressé. L'investissement résidentiel, résistant aux hausses de taux, a progressé d'un peu plus de 3 % (en rythme annualisé) et l'investissement productif a vigoureusement rebondi (avec une croissance de 21 % en rythme annualisé). Malgré cela, la croissance s'est infléchie par rapport au quatrième trimestre 1999 du fait d'un très fort mouvement de déstockage, de la contraction des dépenses publiques et d'une contribution négative du commerce extérieur. Au deuxième trimestre, les variations de stocks ont retrouvé quasiment le niveau élevé du quatrième trimestre 1999 et les dépenses publiques ont rebondi. Bien que les exportations aient accéléré, le commerce extérieur a exercé une contribution négative encore supérieure à celle du trimestre précédent.

Le rebond de croissance au deuxième trimestre (5,6 % après 4,8 % en rythme annualisé) n'est pas durable. En effet, ni le mouvement de restockage, ni la forte croissance des dépenses publiques ne sont extrapolables. La consommation des ménages et l'investissement ont infléchi leur rythme de croissance. Les comptes nationaux sont donc cohérents avec les signaux de ralentissement envoyés par les indicateurs conjoncturels. L'indice NAPM a amorcé une forte baisse depuis février 2000 jusqu'à passer en deçà de la barre des 50 % en août, révélant une contraction de l'activité manufacturière. L'indicateur avancé a baissé de 0,1 % en mai, juin et juillet. L'indice de diffusion sur six mois est passé sous la barre des 50 % en juin. Mais sur six mois, la baisse de l'indicateur avancé n'atteint pas encore 2 % (en rythme annualisé), ce qui modère le signal d'une récession à l'horizon de neuf mois. Considéré globalement, les trois indices composites indiquent néanmoins un ralentissement de la croissance au second semestre 2000. Un ralentissement des créations d'emplois est vraisemblablement à l'œuvre mais son ampleur est encore difficile à déterminer, compte tenu des effectifs embauchés pour le recensement décennal. Les évolutions de la population active ont néanmoins permis au taux de chômage de baisser encore de 4,1 à 4 %. Il ne devrait, à l'horizon de la prévision, guère bouger de ce niveau.

L'inflation a assez nettement accéléré en un an. Dès le début de l'année, le glissement dépassait 3 %. Il se situe en août à 3,3 %. De même, les prix des services accélèrent depuis la fin 1999. Mais l'inflation

sous-jacente reste encore en dessous des 2,5 %. Les marchés ont rapidement intégré ces changements en n'envisageant, à juste titre, de hausse ni en juin ni en août. La réunion du 3 octobre s'est également soldée par un *statu-quo*, largement attendu aussi du fait de la réticence des autorités monétaires à intervenir alors que les élections présidentielles sont aussi proches (7 novembre). Le taux des *Fed Funds* est donc resté à 6,5 %, après l'augmentation de 0,5 point décidée en mai. Ce retour à l'attentisme révèle le degré de confiance de la Banque centrale dans sa lecture de l'économie, en particulier dans le niveau de la croissance potentielle (qui, selon Alan Greenspan, serait supérieure à 4 % <sup>2</sup>). Par ailleurs, le fait que l'inversion de la courbe des taux vienne plus de la montée des taux courts que de la baisse des taux longs signale que l'on est proche d'un pic d'activité.

L'économie américaine est aujourd'hui confrontée à un deuxième choc exogène important depuis le début du cycle. Après les crises asiatique et russe de 1997-1998, la résistance de la « boucle d'or » américaine est une nouvelle fois mise à l'épreuve avec la forte montée du prix du pétrole et l'appréciation du dollar. Du fait de la maturité du cycle américain, l'impact du prélèvement pétrolier ne se pose pas dans les mêmes termes des deux côtés de l'Atlantique. Si l'on peut s'attendre à un rebond de l'activité en Europe une fois le choc passé, aux États-Unis, le choc devrait confirmer un ralentissement déjà enclenché par le resserrement de la politique monétaire. Par ailleurs, l'impact sur l'inflation diffère du fait de la combinaison de l'augmentation du prix du pétrole et de l'appréciation du dollar qui permet de contenir la progression du prix des importations et donc l'inflation. De plus, aucun mouvement notable d'accélération des salaires ne se dessine encore aujourd'hui. En 2000, l'inflation devrait quand même dépasser les 3 % (en moyenne annuelle), mais en 2001, avec 2,8 %, elle ne serait que peu supérieure à son rythme moyen depuis sept ans.

Le ralentissement de la croissance américaine est apparent dès le troisième trimestre 2000. La consommation des ménages, malgré la baisse vraisemblable du taux d'épargne (il a atteint - 0,4 % en août), ne rebondit pas par rapport au trimestre précédent, du fait d'un fort ralentissement du revenu disponible induit par de très faibles créations d'emplois et la baisse de la durée du travail. Mais dès le quatrième trimestre, le taux d'épargne devrait amorcer un mouvement haussier, limitant la progression de la consommation à moins de 3 % l'an. Cette remontée se justifie par l'amointrissement de l'effet richesse (le *Dow Jones* est en baisse depuis trois trimestres et le *S&P500* n'a progressé que de 5,6 % sur la première moitié de l'année après 22 % en 1999) et

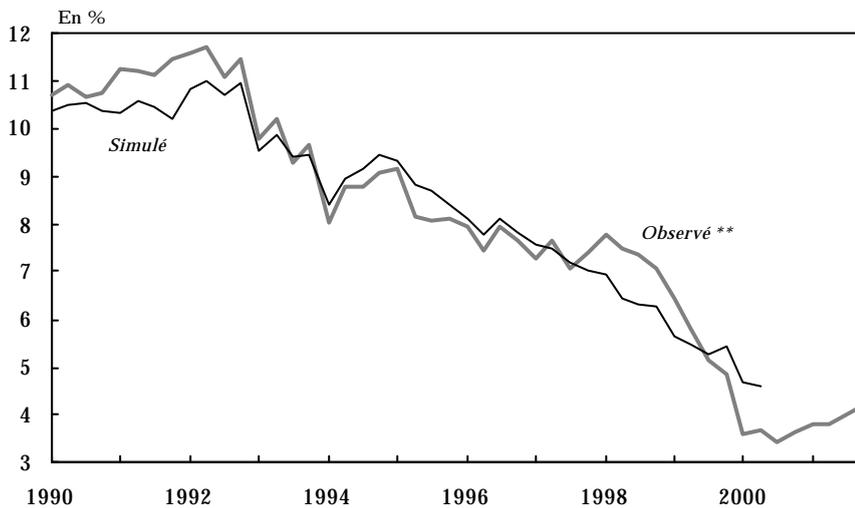
---

2. Alan Greenspan, Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System, remarks before at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, « Global economic integration: Opportunities and challenges », 25 août 2000.

par le nécessaire ralentissement de l'endettement (qui atteint presque 90 % du revenu disponible). Cette hausse du taux d'épargne permet de rattraper une petite partie de sa forte baisse, qui apparaît exceptionnelle comparativement à ce que nous donne une fonction de consommation intégrant à la fois des effets richesse et des effets ricardiens<sup>3</sup> (graphique 13).

Un mouvement de déstockage progressif mais conséquent est envisagé. L'investissement productif restera assez dynamique sur la deuxième moitié de 2000, soutenu par la hausse récente du taux de marge et par les gains de productivité attendus des investissements en technologies de l'information et de la communication (annexe III). En 2001, des conditions de financement un peu moins favorables (moindre facilité d'accès aux marchés de capitaux et profits en ralentissement) contraindront légèrement sa progression, mais son taux de croissance restera quand même à deux chiffres (10,7 % en moyenne annuelle). Du fait de l'infléchissement net de la demande intérieure, les importations progresseront de moins de 10 % en 2001. Dans la mesure où les exportations se ralentiront aussi sous le coup de la baisse des parts de marché américaines, la dégradation du déficit commercial, et

### 13. Taux d'épargne aux États-Unis \*



\* Le taux d'épargne ici représenté n'est pas directement comparable à celui disponible dans les comptes nationaux américains, dans la mesure où la variable de consommation utilisée dans son calcul représente seulement la consommation des ménages et non les dépenses de consommation (y compris intérêts payés et transferts nets versés au reste du monde). Le taux d'épargne des comptes nationaux est inférieur d'un peu plus de deux points et demi au taux présenté ici.

\*\* Prévisions OFCE à partir du troisième trimestre 2000.

Sources : BEA-comptes nationaux, estimations OFCE.

3. Voir pour plus de détails l'article de Corinne Houizot et alii, « Plus-values, consommation et épargne : une estimation de l'effet richesse aux États-Unis et au Royaume-Uni », *Revue de l'OFCE* n° 73, avril 2000.

donc celle du déficit courant, ne seront que peu infléchies. Compte tenu de l'acquis de croissance particulièrement élevé, la croissance apparaîtra encore soutenue en 2000 (5,3 % en moyenne annuelle), avant de s'infléchir nettement en 2001 (3,3 % en moyenne annuelle).

Le fort niveau du déficit courant est le risque le plus important qui pèse aujourd'hui sur l'économie américaine, compte tenu des conséquences potentielles sur le dollar et les mouvements de capitaux. Le risque d'un krach boursier brutal est certes présent, mais nous l'avons écarté car l'assainissement a déjà eu lieu et se poursuit (en particulier sur les valeurs technologiques, le NASDAQ se situant maintenant 33,5 % en dessous de son pic de mars 2000). Une chute plus brutale de l'activité est également possible si la nouvelle économie américaine ne résiste pas au choc pétrolier (dans le sens où une spirale inflationniste pourrait se mettre en place obligeant à un resserrement monétaire brutal). Le scénario retenu ici est optimiste en ce sens, tout en intégrant l'hypothèse d'un ralentissement assez marqué, puisque l'écart au potentiel s'annule en fin de période <sup>4</sup>.

### **1. Élections présidentielles : à la recherche du ticket gagnant**

Les dernières projections du *Congressional Budget Office* (CBO, organisme indépendant d'évaluation de la politique budgétaire) aboutissent, sous l'hypothèse d'une stagnation en volume des dépenses discrétionnaires à partir de 2001, à des excédents cumulés sur les dix prochaines années de 4 600 milliards de dollars. Ceux-ci se décomposent en 1 800 milliards d'excédents on-budget (c'est-à-dire hors excédents du *Social Security Trust Fund*) et en 2 800 milliards de dollars d'excédents off-budget (2 400 milliards de dollars d'excédents du *Social Security Trust Fund* et 400 milliards de dollars d'excédents du *Medicare Trust Fund*)\*. Ces excédents budgétaires donnent une marge de manœuvre qu'aucun candidat à la Maison Blanche n'a jamais eu pour élaborer son programme économique.

Les deux candidats se proposent de réserver les excédents du *Social Security Trust Fund* à la consolidation à long terme du système de retraite, mais leur approche est différente. La stratégie d'Al Gore consiste à augmenter l'épargne nationale en remboursant la dette nette d'ici 2012. 3 000 milliards de dollars sont ainsi prélevés sur les excédents projetés, dont 2 700 milliards de dollars provenant des excédents off-budget et 300 milliards de dollars d'un fonds de réserve. Les intérêts économisés sur le service de la dette sont transférés à la *Social Security* et à *Medicare*, reculant ainsi le moment où les deux programmes s'avèrent insolubles. Les 300 milliards de dollars de fonds de réserve correspondent à un résidu des excédents on-budget non utilisés. En annonçant la création d'un tel

4. Le taux de croissance potentielle est estimé à 3,5 %, avec des gains de productivité horaire du travail tendanciels de 2,4 % et une croissance de 1,1 % de la population active.

fonds, Al Gore fait preuve d'une prudence de rigueur face aux risques d'excédents budgétaires inférieurs. La stratégie de George W. Bush consiste à accroître le rendement des régimes de retraite. Une partie des cotisations versées à la *Social Security* serait en effet détournée pour alimenter des comptes d'épargne retraite individuelle, dont le produit serait investi librement sur les marchés financiers. Cette manœuvre ponctionne d'environ 1 000 milliards de dollars les excédents du *Social Security Trust Fund* \*\*.

L'affectation des excédents *on-budget* reflète les traditions de chacun des partis, Al Gore proposant essentiellement des augmentations de dépenses sociales et George W. Bush des réductions massives d'impôts. Le total des propositions d'Al Gore se monte à 1 500 milliards de dollars. Il propose d'investir 115 milliards de dollars dans le système scolaire, d'étendre le programme SCHIP (*State Children's Health Insurance Plan*) pour une couverture maladie universelle pour les enfants (120 milliards de dollars), d'ajouter à *Medicare* le remboursement des médicaments (338 milliards de dollars). Le candidat républicain propose également d'investir pour l'éducation et de réformer Medicare, mais les montants en jeu sont plus modestes (respectivement 50 et 158 milliards de dollars) car il souhaite introduire plus de concurrence (plutôt que d'augmenter « sans discernement » les dotations). Le remboursement des médicaments serait ainsi assuré par *Medicare* pour les revenus les plus modestes, par des assurances-santé privées pour les autres.

Les réductions d'impôts envisagées par Al Gore (480 milliards de dollars sur 10 ans) visent essentiellement les revenus les plus modestes et les familles avec enfants afin d'alléger le coût des dépenses de santé, d'éducation et de stimuler l'épargne retraite. Des comptes d'épargne individuelle (*Retirement Savings Plus Accounts*) seraient créés en complément du système actuel (coût estimé à 200 milliards de dollars). Les 1 300 milliards de dollars de réductions d'impôts de G.W. Bush consistent principalement en une réduction du taux maximum de 39,6 à 33 %, du taux minimum de 15 à 10 % et du nombre de tranches restantes de 3 à 2 (15 et 25 %) ; une atténuation de la *marriage penalty* (supplément d'impôt que certains couples mariés paient par rapport à ce qu'ils paieraient s'ils étaient célibataires) ; la suppression de l'*inheritance tax* (impôt qui frappe surtout les agriculteurs et les PME lors des héritages).

\* Le taux de croissance potentielle est estimé à 3,5 %, avec des gains de productivité horaire du travail tendanciel de 2,4 % et une croissance de 1,1 % de la population active.

\*\* Pour un bilan de la politique budgétaire au cours de la dernière décennie, voir l'article dans la même revue de Baudchon, Creel, Touzé et Ventelou. Un lexique est disponible en fin d'article, ainsi qu'une annexe sur la *Social Security*.

## 16. États-Unis : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 mrd de \$ 1996	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		1999				2000				2001				1998	1999	2000	2001
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Consommation des ménages	5 678,7	1,4	1,4	1,2	1,4	1,8	0,8	0,7	0,7	0,8	1,0	0,7	0,8	4,7	5,3	5,1	3,2
Dépenses publiques	1 486,4	0,9	0,2	1,2	2,1	-0,3	1,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	2,1	3,3	3,2	1,9
FBCF totale	1 486,3	2,2	2,1	2,0	1,8	4,0	2,8	2,5	2,2	2,0	1,9	1,6	1,7	11,8	9,2	11,2	8,5
dont : - logement	346,1	2,0	1,4	-0,8	0,1	0,8	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	8,3	6,4	0,8	0,0
- hors logement	1 140,3	2,3	2,3	2,8	2,3	4,9	3,5	3,3	2,8	2,5	2,3	2,0	2,0	13,0	10,1	14,3	10,7
Exportations de biens et services	1 003,6	-2,0	1,4	2,5	2,5	1,5	3,4	2,3	2,0	1,9	1,9	1,5	1,5	2,3	2,9	9,5	8,2
Importations de biens et services	1 224,6	1,1	3,8	4,0	2,6	2,9	4,3	2,2	2,2	2,2	2,6	2,0	2,2	11,9	10,7	13,3	9,8
Variations de stocks, en mrd de \$ 1996	80,2	12,0	3,3	9,8	20,2	9,2	19,7	16,3	13,8	11,3	10,0	8,8	8,8	80,2	45,3	58,8	38,8
PIB	8 515,7	0,9	0,6	1,4	2,0	1,2	1,4	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	4,4	4,2	5,3	3,3
Prix à la consommation		0,4	0,8	0,6	0,7	1,0	0,9	0,7	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	1,6	2,2	3,3	2,8
Solde courant, en points de PIB		-3,2	-3,9	-3,9	-4,2	-4,2	-4,8	-4,8	-4,8	-5,0	-5,0	-5,2	-5,2	-2,5	-3,6	-4,5	-5,1

\* A l'exception des lignes 11 (variations de stocks) et 14 (solde courant).  
Sources : Département du commerce-Comptes nationaux, EL.S, prévisions OFCE.

## Japon : forces contradictoires

Le Japon émerge d'une période où seule la dépense publique jouait à contre-courant des penchants déflationnistes. Aujourd'hui les forces au sein de la sphère privée jouent de façon plus contradictoires. Le bilan est indéniablement meilleur, mais ne permet pas de dérouler sans réserve un scénario de reprise auto-entretenu.

L'activité a certes très vivement rebondi dans la première moitié de 2000, mais ceci doit être rapproché du plongeon qui précédait. Au delà du caractère spectaculaire des chiffres (2,5 % au premier trimestre, suivi de 1 % au deuxième), la tendance sur un an est redevenue positive mais demeure au voisinage de 1 %. Ce profil, anticipé lors de la précédente prévision a définitivement coupé court au pessimisme déflationniste qui prévalait encore au cours de la seconde moitié de 1999. Ces chiffres ont replacé le consensus pour 2000 au voisinage de 2 % de croissance<sup>5</sup>.

Ce retour à un relatif optimisme est corroboré par la vigueur dont a témoigné l'activité industrielle au fil des mois. La production industrielle a retrouvé ses niveaux de la mi-1991 et a dépassé de 8,3 % en août son niveau de l'année précédente. C'est du côté des biens à fort contenu technologique, des biens d'équipement électriques, des biens durables et notamment de l'automobile que se situent les principaux moteurs de la hausse. Les enquêtes continuent de confirmer ce redressement quels que soit la taille ou le secteur des entreprises.

Ce redressement de l'offre est accompagné d'une forte reprise de la demande de biens d'équipement. Les commandes de machine-outil incitent à penser que l'investissement en équipement constitue l'une des composantes les plus porteuses de la reprise. C'est en cela qu'elle apparaît auto-entretenu. Après des années de marasme, Une reprise franche, renforcée par une diffusion positive à l'investissement, aux salaires et à l'emploi pourrait sembler le scénario le plus recevable. La croissance japonaise paraît néanmoins soumise à des forces contradictoires qui nous conduisent à un scénario plus mitigé.

Le tournant durablement restrictif de la politique budgétaire est aujourd'hui acquis. Le sursaut confirmé de l'économie au deuxième trimestre tient à la forte concentration, pour raison électorale, d'investissements publics dont la contribution à la croissance du PIB est de 1 point. Notre précédente prévision reposait sur l'hypothèse que la politique budgétaire serait neutre sur l'année fiscale 2000. Il est clair maintenant que le gouvernement ne tiendra pas cet engagement en terme d'année fiscale et encore moins en terme d'année calendaire. Le budget supplémentaire annoncé en septembre et chiffré à 3 trillions de

---

5. L'objectif gouvernemental de 1 % de croissance pour l'année fiscale 2000 apparaissait comme improbable pour beaucoup de prévisionnistes lors de la présentation du budget, l'an dernier.

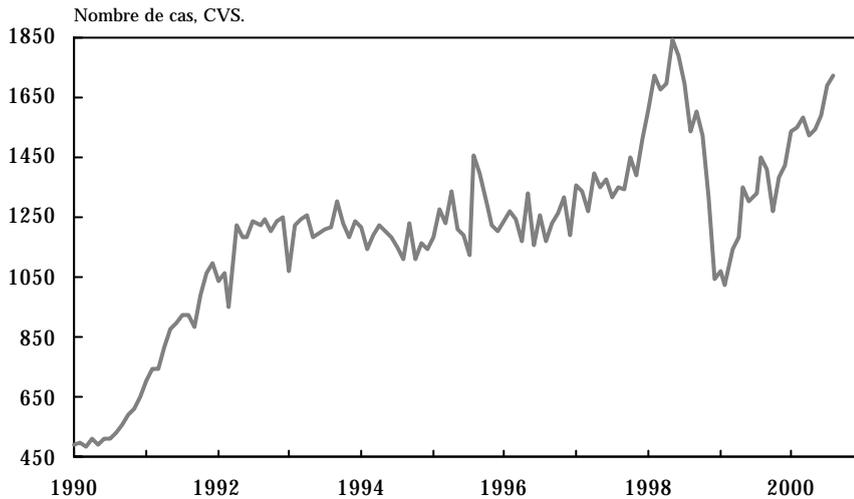
yens intervient trop tard et sera d'un trop faible montant pour prendre la relève des précédentes injections. Au mieux, il devrait se concrétiser au premier trimestre 2001. En attendant, les indicateurs de commandes publiques suggèrent qu'au second semestre l'investissement public sera en retrait de près de 10 % par rapport à ses niveaux de l'an dernier, chiffre qui sera du même ordre de grandeur pour l'ensemble de l'année. La contribution de l'investissement public sera donc nettement négative au cours des deux trimestres à venir.

Concernant l'investissement privé, la reprise continue des commandes de biens d'équipement (sur un rythme annuel de 20 % depuis le début de l'année) et les enquêtes auprès des entreprises, ne laissent aucun doute sur la réalité du redressement. S'agit-il pour autant de la mise en jeu d'un enchaînement vertueux qui amplifierait la croissance d'une demande de capacités nouvelles ? Une décomposition par produits montre que cette reprise est davantage d'ordre autonome, liée à une demande spécifique pour les produits liés aux technologies de l'information. Elle est sectoriellement inégale et reste en partie contrariée par les freins que constituent un ajustement financier inachevé du secteur privé, toujours surendetté, et l'inertie de certaines composantes de l'accumulation. L'infrastructure lourde, et en particulier le bâtiment ne s'inscrivent pas encore sur une tendance haussière. Les commandes du secteur privé dirigées vers la construction opèrent même un recul très prononcé depuis avril. Cette composante explique le recul surprenant de l'investissement productif enregistré au deuxième trimestre dans les comptes nationaux (- 3,3 %).

La forte remontée des faillites depuis le début de l'année rappelle que le Japon n'est pas encore sorti de sa longue phase d'ajustement structurel (graphique 14). Les ratios de rentabilité des entreprises nipponnes, demeurent très en deçà des normes internationales. Les niveaux élevés des PER, en dépit de la remontée des profits (au rythme de 30 à 40 % depuis le début de l'année, mais sur une base très faible), témoignent également du défaut de productivité du capital et n'effacent pas le diagnostic de suraccumulation qui est au cœur de la crise structurelle.

Ce flux de faillites alimente le stock de créances douteuses. Ceci en dépit du fait que 128 institutions financières ont liquidé 52 trillions, soit 60 % de l'encours depuis mars 1999. Les questions de solvabilité financière demeurent néanmoins latentes. En août l'ensemble des créances douteuses totalisaient encore 82 trillions de yens. Par ailleurs, d'après *le Fuji Research Institute*, 12 % du passif des entreprises privées (64 sur 550,4 trillions de yens) apparaît excédentaire au regard de la valeur de marché de l'actif. L'essentiel se concentre dans l'immobilier et la distribution. Le redressement présent de l'investissement ne doit pas faire oublier que le financement de la nouvelle économie, continue et continuera à être concurrencé par l'apurement des bilans.

## 14. Faillites au Japon



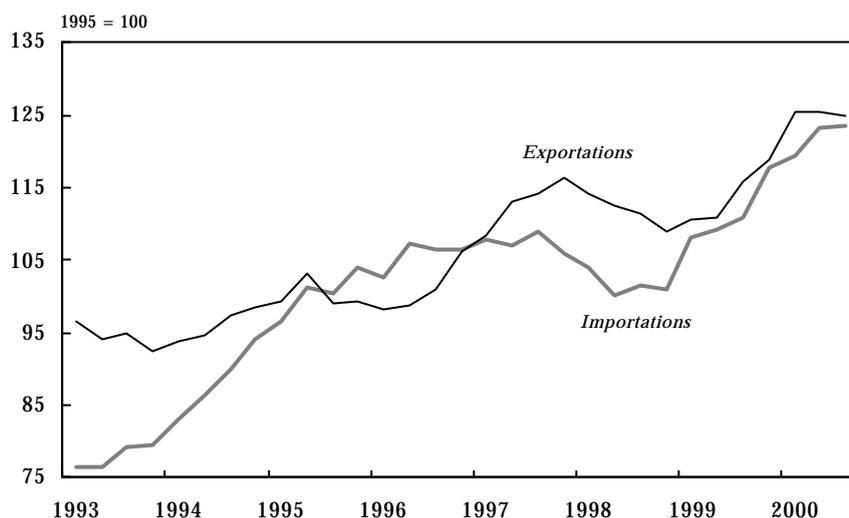
Source : Tokyo Shoko Research.

Lorsque l'on cherche les moteurs d'une reprise durable, les forces en jeu apparaissent à nouveau contradictoires. Du côté des ménages, on assiste indéniablement à une embellie du côté des salaires après une phase catastrophique de contraction nominale des revenus au cours de 1999. La partie régulière du salaire progresserait d'environ 2 % en réel, 1 % en nominal. Mais lors des versements de bonus, en décembre et juin-juillet les entreprises demeurent soucieuses de reconstituer leur rentabilité au détriment des salaires. Les doutes restent donc prononcés du côté de la consommation des ménages. Sa reprise est à bien des égards balbutiante. Le volume des ventes des grandes chaînes de distribution se dégrade toujours. Les données plus larges (enquête auprès des ménages, ventes de détail) se tiennent mieux mais indiquent une rechute de la consommation en été. Les immatriculations sont en recul sensible au troisième trimestre après leur sursaut de début d'année. Le divorce prononcé entre les données fournies par les grandes chaînes commerciales et les chiffres de comptabilité nationale rappelle que les japonais utilisent de plus en plus des circuits de distribution concurrents. La mutation de la vente en ligne et du commerce discount ne se fait pas sans casse pour les chaînes commerciales, et pour leurs marges. Le recul continu depuis deux ans des prix à la consommation sur un rythme de - 0,5 à 1 % témoigne d'une concurrence accrue.

Concernant l'investissement résidentiel, la part financée par les agents privés confirme son redressement mais ne parvient pas à compenser le recul de la participation publique au financement du logement social. Une fois achevé ce recul, dont le niveau actuel des mises en chantier indique qu'il touche à sa fin, un mouvement de reprise léger devrait se dessiner au tournant de 2000 et 2001.

Par ailleurs, le secteur exposé doit affronter le renchérissement du yen vis-à-vis de l'euro. Les exportations vers la zone euro (20 % des exportations) reculent nettement depuis l'été. Les exportations, qui étaient un moteur important de reprise des débouchés pour l'industrie, ont interrompu depuis deux trimestres leur franche reprise initiée au début de 1999 (graphique 15). Le secteur exportateur devra par la suite affronter le probable ralentissement de l'économie américaine.

#### 15. Exportations et importations de marchandises au Japon (en volume)



Source : Ministère des Finances.

On peut attendre un recul du PIB aux troisième et quatrième trimestres sous l'impulsion des exportations, de la consommation et de l'investissement public. L'acquis de croissance devrait donc être quasi nul pour 2001. L'ampleur du déficit et de la dette publique est devenu depuis peu un sujet de préoccupation réaffiché par les pouvoirs publics après une pause depuis 1998. Le rebond de l'activité devra donc se faire l'an prochain sans l'appui de la demande publique et dans un contexte extérieur dégradé par rapport à 2000.

Pour l'heure les taux longs demeurent contenus en deçà de 2 %. Mais le stock d'endettement privé expose particulièrement les entreprises au risque de renchérissement de la charge de la dette. Néanmoins ce risque demeure minime tant que les entreprises n'émettent que peu de titres. Jusqu'ici les intermédiaires financiers n'ont essentiellement que du papier public pour alimenter leurs portefeuilles et l'argent drainé par les circuits publics d'épargne permet un financement sans douleur du déficit. Le faible coût du capital favorise l'émergence de nouvelles structures, mais le Japon demeurera tiraillé en 2001 entre destruction et création.

## 17. Japon : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 Mds de Yens	Variations par rapport à la période précédente, en %*															
		1999				2000				2001				1998	1999	2000	2001
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Consommation des ménages	282 278	0,9	1,1	-0,2	-1,6	1,7	1,1	-0,5	-0,3	0,6	0,8	0,4	0,5	-0,6	1,2	1,1	1,3
Consommation publique	45 564	0,8	-1,3	0,9	-0,1	0,8	-1,3	1,3	0,0	0,3	-0,6	0,3	0,3	1,5	1,3	0,4	0,4
FBCF totale	140 334	3,3	1,3	-4,0	-0,6	1,5	1,4	1,4	-0,4	1,6	0,7	0,3	-1,0	-7,5	-0,9	1,0	2,8
dont : - productive privée	83 860	2,3	-2,1	-1,6	3,2	4,8	-3,3	6,5	2,0	0,4	0,4	0,4	0,4	-7,5	-6,1	7,1	4,8
- logement	18 451	1,4	12,9	-3,2	-5,8	6,6	-0,8	-1,5	-0,5	1,0	0,7	0,7	0,7	-14,6	1,1	1,8	0,7
- publique	38 233	6,2	2,8	-8,5	-5,4	-7,5	13,6	-7,5	-6,0	5,0	1,5	0,0	-5,0	-3,5	9,3	-10,9	-0,8
Exportations de biens et services	65 614	0,0	1,5	5,0	0,7	5,7	3,9	-0,5	0,2	0,7	0,9	1,2	1,2	-2,5	1,9	12,3	3,2
Importations de biens et services	53 279	2,4	2,6	2,8	5,0	-0,1	4,9	0,5	0,0	1,0	0,9	0,7	0,7	-7,6	5,3	9,8	3,7
Variations de stocks, en mds yens 1990	-36	135	804	136	-4	362	972	1000	800	700	500	400	300	-36	268	783	475
PIB	480 605	1,5	1,0	-1,0	-1,6	2,5	1,0	0,1	-0,3	0,8	0,6	0,4	0,1	-2,5	0,3	1,7	1,6
Prix à la consommation		-0,5	-0,4	0,1	-0,2	-0,1	-0,5	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,6	-0,3	-0,5	0,4
Solde courant, en points de PIB		2,7		2,4		2,9		2,5		2,3		2,5		3,2	2,5	2,7	2,4

\* A l'exception des lignes 11, variations des stocks 11 et 11, solde courant 11.  
Sources : EPA, prévisions OFCE.

## Zone euro : la croissance, malgré le pétrole...

### Poursuite de la phase d'expansion

L'économie européenne poursuit sa phase de croissance soutenue amorcée en 1997, même si le maintien à un haut niveau du prix du pétrole en 2000 va quelque peu grever la croissance cette année. La croissance du PIB devrait ainsi s'établir à 3,5 % dans la zone euro en 2000 et à 3,3 % en 2001. La phase d'expansion actuelle aura connu deux tassements, au début de 1999 du fait du ralentissement du commerce mondial engendré par la chute de la demande en Asie et en Amérique latine, et au milieu de l'année 2000 en raison du renchérissement de l'énergie. Comme le premier, ce second choc ne devrait être que transitoire et n'affecter que peu la dynamique cyclique.

La rapide expansion de l'économie européenne au premier semestre 2000 (le PIB de la zone euro a crû de 3,5 % par rapport au premier semestre de 1999) s'explique par une demande intérieure vigoureuse et par la croissance soutenue de la demande mondiale. En effet, l'accélération de la croissance mondiale en 2000 et les gains de compétitivité induits par la dépréciation de l'euro en 1999 et 2000 ont bénéficié aux exportations, qui augmenteraient de plus de 11 % en 2000. En 1999, la consommation privée et l'investissement avaient été les principaux moteurs de la croissance. L'indicateur de confiance des ménages a atteint au premier semestre 2000 des niveaux supérieurs à ceux du précédent pic de 1990. Cette amélioration est largement liée à la progression favorable de l'emploi depuis deux ans. La décrue du chômage est particulièrement rapide en 2000, en liaison avec une croissance sensible de l'emploi qui a progressé dans la zone euro au premier semestre de 2000 à un rythme proche de 2 % l'an. Si le taux de chômage est encore élevé à 9,0 % en août 2000 (tableau 18), il est bien inférieur à son pic de 11,7 % atteint en 1997. Par ailleurs, la reprise de l'investissement des entreprises au début de l'année 2000 a été vigoureuse, notamment en Allemagne et en Italie au premier trimestre, et en France sur l'ensemble du premier semestre de 2000 (+ 7 % sur un an). La vigueur de l'investissement productif devrait se poursuivre, les enquêtes dans l'industrie se maintenant à de hauts niveaux.

## 18. Dispersions dans l'Union européenne en 2000

	PIB <sup>1</sup>	Inflation (IPCH, GA) <sup>2</sup>	Production industrielle <sup>1</sup>	Prix à la production (GA) <sup>3</sup>	Taux de chômage harmonisé <sup>3</sup>	Salaire horaire (GA)
Allemagne	3,6	1,8	4,5	3,4	8,3	1,8
Autriche	4,1	1,9	9,0	4,2	3,2	2,0
Belgique	4,4	3,4	3,6	9,8*	8,6	2,2
Espagne	3,9	3,6	5,5	5,6	14,5	2,0
Finlande	4,5	2,9	9,5	10,0	9,4	2,1
France	3,4	2,0	4,9	6,9	9,6	3,5
Irlande	—	5,7	—	—	4,4	—
Italie	2,6	2,6	7,1	4,4	10,5*	2,0
Luxembourg		3,7	3,1	0,0*	2,2*	
Pays-Bas	4,2	2,5	3,0	6,7	2,5*	2,4
Portugal		3,6	1,0	20,3	3,8	
<b>Zone euro</b>	<b>3,7</b>	<b>2,3</b>	<b>6,1</b>	<b>5,2</b>	<b>9,0</b>	<b>2,7</b>
Danemark	3,6	2,2	7,9	5,4**	4,8	3,4
Grèce		2,9	0,5	8,4**	n.d	1,9
Royaume-Uni	3,2	0,6	2,5	5,9**	5,4***	4,1
Suède	3,9	1,4	4,3	4,0	5,9	4,8
<b>UE</b>	<b>3,7</b>	<b>2,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,3</b>	<b>8,3</b>	<b>2,9</b>

1. Glissement annuel en T2 2000.

2. En août 2000.

3. En août 2000 sauf \* juillet, \*\* en juin et \*\*\* en avril.

Sources : Instituts de statistiques nationaux, Eurostat.

## Un tassement de la croissance lié à l'augmentation du prix de l'énergie

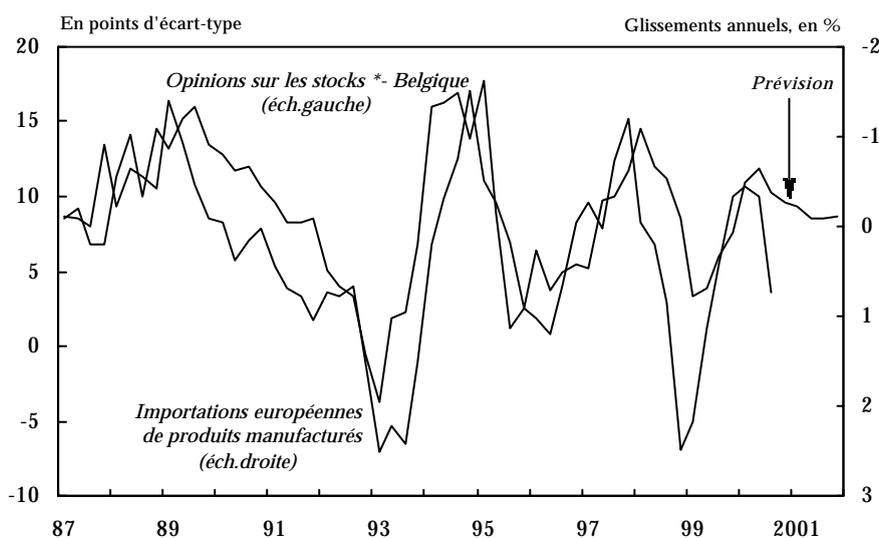
Au deuxième trimestre de 2000, les chiffres de croissance du PIB de la France (0,7 %), de l'Italie (0,3 %), des Pays-Bas (0,7 %) ont été décevants. Ils reflètent un tassement de la consommation des ménages et une croissance moindre de la production. Les dépenses des ménages auraient rapidement réagi au renchérissement du pétrole. Ce phénomène serait masqué en Allemagne par des facteurs accidentels (report au deuxième trimestre d'achats effectués d'ordinaire au premier).

La hausse du prix du pétrole (+ 125 % en euro au premier semestre 2000 sur un an) représente un prélèvement de 1 point de PIB pour les pays de la zone. Elle a joué plus rapidement sur l'activité que lors des précédentes hausses compte tenu de la politique monétaire actuelle. La production industrielle a crû moins rapidement dans la zone euro au deuxième trimestre de cette année (+ 0,8 % par rapport au premier trimestre de 2000, contre des rythmes trimestriels supérieurs à 1,5 % au cours des deux trimestres précédents), ce en dépit d'exportations toujours très dynamiques. Les autorités monétaires ont réagi rapidement à la baisse de l'euro et au renchérissement du prix du pétrole. Le durcissement de la politique monétaire (sept hausses de taux successives, soit

une hausse de 2,25 points du taux de base de la BCE depuis novembre 1999) et l'augmentation des coûts de production ont eu un impact significatif sur l'activité.

Pourtant, seules quelques enquêtes permettent de percevoir un léger tassement de la croissance. Ainsi, l'indicateur de confiance dans l'industrie s'est légèrement tassé dans les dernières enquêtes, mais il demeure à de très hauts niveaux, proches du niveau record atteint au début du deuxième trimestre de 2000 (voir indicateur de l'OFCE dans l'encadré 2). L'indice synthétique de la Banque nationale de Belgique, qui s'était tassé en juin et juillet, s'est redressé en août et se rapproche de nouveau des maxima atteints au printemps. L'indice de climat général de l'Ifo a baissé pendant trois mois consécutifs, tout en restant à de très hauts niveaux. Le *Purchasing Manager Index* de la zone euro, calculé à partir d'enquêtes réalisées dans 6 pays européens, a quant à lui baissé pendant 4 mois consécutifs. L'opinion des industriels belges sur les stocks (graphique 16) confirme cette tendance au ralentissement de la croissance. Ils sont jugés de plus en plus lourds depuis le deuxième trimestre de 2000, exprimant un stockage involontaire des chefs d'entreprise belges au milieu de l'année 2000. La santé de l'économie est traditionnellement un indicateur avancé de l'activité européenne du fait de sa spécialisation dans les industries de biens intermédiaires.

#### 16. Retournement de l'opinion des industriels belges sur les stocks



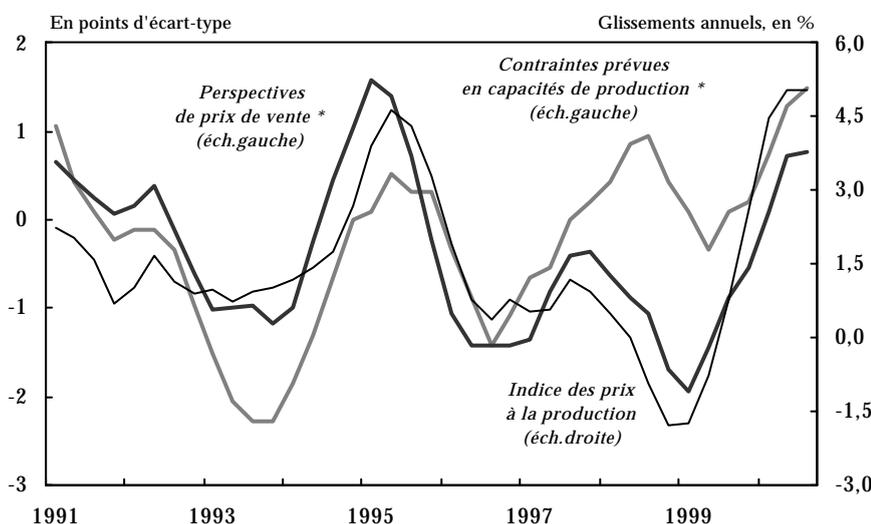
\* Soldes d'opinion CVS centrés-réduits.

Sources : Commission européenne, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE.

Les autres enquêtes européennes dans l'industrie font plutôt apparaître l'émergence de tensions sur l'appareil de production qu'un ralentissement de l'activité industrielle. Les taux d'utilisation des capacités de production restent élevées à 83,6 %, contre une moyenne de 81,7 % sur la période 1987-1997. Les contraintes sur les capacités de production se sont encore amplifiées au troisième trimestre de 2000 (graphique 17). Les perspectives d'emplois restent bien orientées et les perspectives de production demeurent proches du maximum historique, en accord avec des carnets de commandes globales et étrangères toujours bien garnis.

La tendance récente exprime certes un tassement de la croissance, mais les perspectives de rebond rapide de l'activité semblent également bien perçues par les chefs d'entreprises. Le ralentissement de la croissance au milieu de l'année 2000 ne serait que transitoire, une fois absorbée la ponction pétrolière. Le PIB de la zone euro croîtrait ainsi de 3,5 % cette année. En 2000, tous les pays de l'Union européenne enregistreraient des taux de croissance voisins ou nettement supérieurs à 3 % (de 2,9 % en Italie à + 10 % en Irlande).

### 17. Tension sur les prix de vente industriels dans la zone euro



\* Soldes d'opinion CVS centrés-réduits.

Sources : Commission européenne, Eurostat.

### Des tensions inflationnistes ?

Pour la première fois depuis l'instauration de la monnaie unique, l'inflation a été supérieure à 2 % dans les 11 pays au mois de juillet. Un an plus tôt, tous les pays de la zone (y compris l'Irlande) enregistreraient des taux d'inflation inférieurs à 2 % ; les débats portaient encore

sur les risques de déflation. L'inflation dans la zone euro a atteint 2,3 % au mois d'août 2000 ; elle devrait encore augmenter en septembre (tableau 18). En particulier, l'augmentation de prix du poste énergie s'est établie à 12,7 %. L'inflation sous-jacente, encore voisine de 1 % au début de l'année, a légèrement accéléré pour s'établir à 1,4 % cet été, sans que cette évolution ne soit pour l'instant alarmante compte tenu de la vigueur de la reprise. L'inflation globale devrait ainsi se maintenir au dessus de 2 % d'ici la fin de l'année et décroître ensuite progressivement avec la baisse du prix du pétrole et la remontée de l'euro.

Les prix de production industrielle ont, quant à eux, augmenté beaucoup plus vite (tableau 18). Alors que les contraintes sur les capacités de production étaient de plus en plus visibles, les prix à la production ont rapidement répercuté l'inflation importée (graphique 17).

Des tensions sur le marché du travail apparaissent dans certains pays et dans certains secteurs d'activité. La baisse rapide du taux de chômage masque des disparités importantes entre les pays européens. Le taux d'offres vacantes d'emploi croît depuis le début de 1999 au Portugal, aux Pays-Bas, et même en Allemagne. Aux Pays-Bas où il est particulièrement élevé<sup>6</sup>, les difficultés à l'embauche se sont généralisées. Ce sont les secteurs « informatique et des technologies de l'information » qui éprouvent le plus de difficultés à trouver une main-d'œuvre qualifiée dans tous les pays européens. Cependant dans la zone euro, ces premières tensions sur le marché du travail ne sont pas traduites par une accélération des salaires. Par contre, l'augmentation de l'inflation en 2000 pourrait engendrer des revendications salariales plus importantes lors des prochaines négociations. Ainsi, en Irlande, par exemple, les partenaires sociaux et les pouvoirs publics avaient fixé en novembre 1999 les orientations des évolutions salariales pour les trois ans à venir ; ils avaient prévu une augmentation des salaires annuelle de 5,5 % compte tenu d'une prévision d'inflation de 3,5 %. Cet accord pourrait être très rapidement remis en cause au vu de la confirmation d'une inflation supérieure à 5 % en 2000, même si le gouvernement minimise l'impact de l'inflation sur le pouvoir d'achat des salariés, ceux-ci bénéficiant par ailleurs de baisses d'impôts.

L'évolution des prix dans la zone euro a fortement convergé dans les années 1990. En 2000, les évolutions ont sensiblement divergé et ce pour différentes raisons. Certaines mesures fiscales induisent des divergences de court terme : introduction de l'éco-taxe, hausse de la taxe sur le tabac en Irlande, baisse de la taxe intérieure sur les produits pétroliers en Finlande. Certains pays sont encore dans une phase de transition qui justifie des évolutions d'inflation différenciées, en fonction de la croissance de l'activité et de la vitesse de rattrapage du niveau de développement des partenaires. Ainsi, l'inflation irlandaise, la plus élevée

---

6. Il s'élevait à 3,7 % fin mars 2000 ; 200 000 emplois étaient vacants, tandis que l'économie comptait moins de 180 000 chômeurs, selon le Centraal Bureau voor de Statistiek.

en Europe actuellement, est le reflet de la convergence vers le niveau de prix européens ; elle devrait se modérer dans les années à venir, si la modération salariale reste de mise. Par ailleurs, les divergences d'inflation actuelles, de 1,8 % en Allemagne à 5,7 % en Irlande en août 2000 en glissement annuel, sont équivalentes à celles constatées entre des villes américaines, par exemple. La divergence des taux d'inflation actuelle en Europe n'a donc rien d'exceptionnel ni d'alarmant et ne remet pas en cause la politique monétaire commune.

## 2001 : une croissance robuste

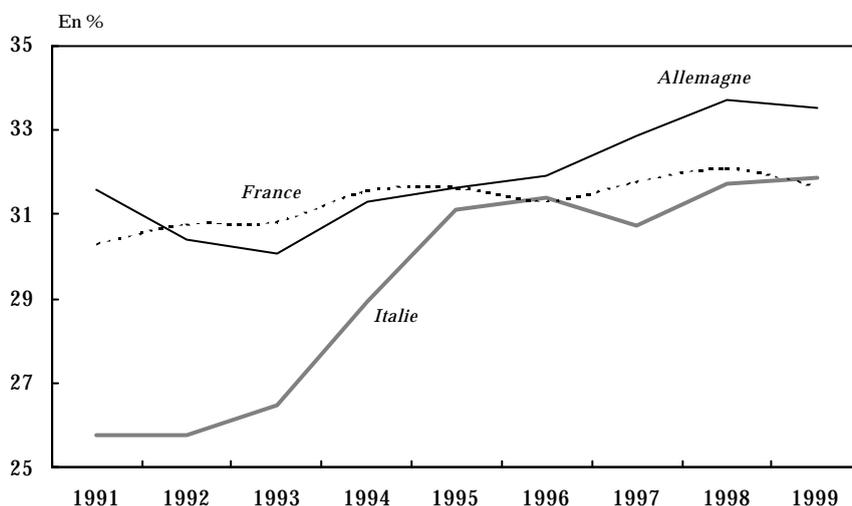
En 2001, les freins à la croissance de la zone euro se relâcheraient. Grâce à l'amorce d'une baisse du prix du pétrole et une politique monétaire plus accommodante, l'activité accélérerait tout autant qu'elle s'est ralentie au milieu de l'année 2000. Dans plusieurs pays, la demande intérieure serait entraînée par les réformes fiscales (tableau 19). En particulier, la consommation privée progresserait de 3 % en 2001, après 2,6 % en 2000. Les investissements dans les nouvelles technologies et les perspectives de favorables d'évolution de la demande devraient permettre de conserver en 2001 un rythme d'investissement supérieur à 5 % pour la quatrième année consécutive. L'investissement bénéficierait de la bonne santé financière des entreprises.

### 19. Réformes fiscales dans les petits pays de zone euro

Belgique	Suppression de la Contribution complémentaire de crise (CCC) ; baisse de certaines TVA ; allègement des charges sur le travail ; Programme sur trois ans d'allègement de l'impôt sur le revenu.
Espagne	Programme sur 3 ans de réduction de l'impôt sur le revenu et de la taxe professionnelle pour les petites entreprises ; baisse de l'impôt sur les plus-values ; augmentation des dégrèvements pour les dépôts sur les fonds de pension et certains investissements.
Finlande	Programme sur dix ans de réduction des recettes fiscales, de 47 points de PIB à 43. Réduction de l'impôt sur le revenu, conjointement à la recherche d'accords salariaux de long terme avec les syndicats.
Irlande	Programme sur trois ans de réduction de l'impôt sur le revenu de 10 %.
Luxembourg	Programme pour 2001 et 2002 de baisse du taux d'imposition des sociétés ; réforme de l'impôt sur le revenu : augmentation du seuil d'exonération, baisse des taux.
Pays-Bas	Importante réforme fiscale incluant une baisse sensible de l'impôt sur le revenu, un élargissement de l'assiette fiscale et un allègement des charges sur le travail ; introduction de la taxe environnemental et hausse de la TVA.
Portugal	Réforme de l'impôt sur le revenu ; relèvement des tranches d'imposition et réduction des taux d'imposition.

En effet, les taux de marge des entreprises européennes se sont redressés au cours des années 1990 (graphique 18). Ils étaient élevés en 1999. Au vu des premiers indicateurs, ils ne semblent pas s'être dégradés en 2000, la ponction pétrolière ayant été absorbée par la modération salariale. La tendance serait plutôt à la stabilisation des taux de marges des entreprises, ce qui permettrait encore une progression importante de l'investissement en 2001.

### 18. Taux de marge des entreprises européennes



Sources : Comptes nationaux-Istat, INSEE, Office statistique fédéral allemand.

Du fait de la vigueur de la demande intérieure, les importations continueraient à croître à un rythme élevé (+ 9,2 % en 2001). La contribution du commerce extérieur, positive en 2000 (+ 0,5 %) serait nulle en 2001, compte tenu d'un ralentissement sensible des exportations. En effet, la remontée attendue de l'euro réduira une partie des gains récents de compétitivité des exportateurs européens. En outre, le ralentissement de l'économie américaine engendrera un tassement des exportations vers les États-Unis. Le dynamisme des autres zones (Amérique latine, PECO, Asie) devrait toutefois atténuer la dégradation du solde extérieur européen.

L'entrée dans le nouveau millénaire serait marquée par une croissance soutenue. La croissance du PIB de la zone euro, composée de douze pays à partir de 2001 avec l'entrée de la Grèce, se maintiendrait encore à un rythme supérieur à 3 %.

## Des politiques budgétaires pro-cycliques

L'embellie de l'activité améliorant automatiquement les budgets publics, la rigueur a marqué le pas. L'objectif principal ne réside plus

dans la réduction rapide du déficit mais dans la diminution conjointe de la part des dépenses et des recettes dans le PIB. Même si les ajustements des dépenses publiques se poursuivent, des baisses d'impôts ont été annoncées dans la plupart des pays européens (tableau 19).

Les programmes de stabilité présentés à la fin de 1999 et au début de 2000 prévoyaient une baisse régulière de la part des recettes dans le PIB jusqu'à l'horizon des prévisions. Fondés sur des prévisions de croissance prudentes, ces programmes sont déjà obsolètes. Les marges de manœuvre supplémentaires libérées par la croissance plus forte que prévue ont permis l'annonce et la mise en œuvre de réformes fiscales plus amples dans tous les pays de la zone euro<sup>7</sup>. Une certaine forme de concurrence fiscale explique en partie la surenchère des annonces. L'ampleur de la réforme fiscale allemande a incité les autres pays européens pour alléger la charge fiscale, soutenir la consommation des ménages et encourager l'investissement. Ces plans devraient dynamiser durablement la demande intérieure, d'autant plus efficacement qu'ils sont programmés approximativement sur la même période : 2001-2003 et qu'ils concernent tant les ménages que les entreprises. Les réformes fiscales annoncées au troisième trimestre de 2000 (tableau 18) sont beaucoup plus ambitieuses que celles présentées dans les programmes de stabilité 2000. Ainsi, l'impulsion budgétaire, quasi neutre en 2000, serait positive et pro-cyclique en 2001 (tableau 20). Elle est obtenue au détriment d'une poursuite de l'amélioration des positions budgétaires.

### 20. Impulsions budgétaires \*

En points de PIB

	1998	1999	2000	2001
Allemagne	- 1,1	- 1,1	0,0	0,7
Autriche	0,5	- 0,4	0,2	0,2
Belgique	- 0,4	0,3	0,1	0,2
Espagne	0,5	- 0,2	0,4	0,4
Finlande	- 1,3	- 0,3	0,2	0,4
France	- 0,5	- 0,7	0,3	0,1
Irlande	1,2	2,9	2,5	0,2
Italie	0,5	- 0,2	0,0	0,0
Pays-Bas	0,4	- 0,4	1,1	1,5
Portugal	1,2	0,1	0,2	0,3
<b>Zone euro</b>	<b>- 0,2</b>	<b>- 0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>
Danemark	- 0,3	- 2,1	0,2	0,0
Grèce	- 0,4	- 0,2	0,9	0,4
Royaume-Uni	- 2,3	- 0,3	0,5	0,4
Suède	- 3,3	0,8	0,5	- 0,1
<b>Union européenne</b>	<b>- 0,6</b>	<b>- 0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>

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

Sources : OCDE, sources nationales, calculs OFCE.

7. Les réformes fiscales allemandes, françaises et italiennes sont détaillées dans les fiches pays correspondantes.

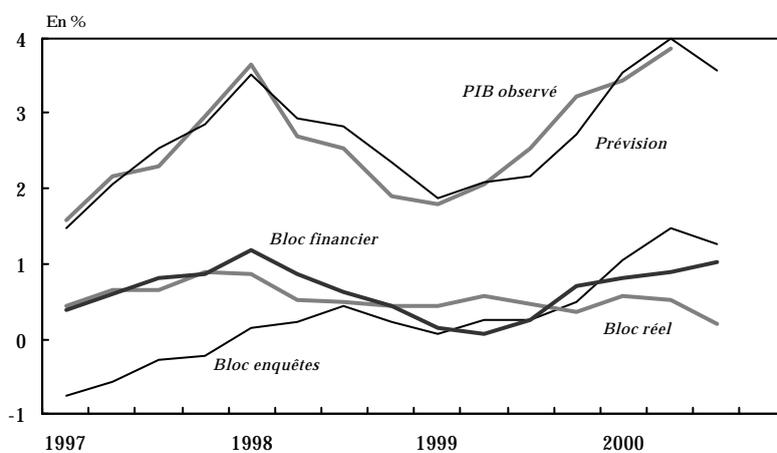
## 2. Un léger ralentissement

L'estimation d'Eurostat pour le deuxième trimestre 2000 a porté la croissance du PIB dans la zone euro à 3,8 % en glissement annuel, après 3,4 % pour le premier trimestre. L'indicateur avancé, élaboré par l'OFCE pour le compte de huit instituts de conjoncture \*, a correctement anticipé ce sursaut depuis sa première publication en mars : les prévisions et estimations successives pour ce trimestre étaient toutes comprises entre 3,7 % et 4 %.

Des révisions en hausse de la statistique d'Eurostat ne peuvent être exclues, comme c'est souvent le cas en période de reprise. Ainsi, la croissance au premier trimestre 2000 dans la zone euro, évaluée initialement à 3,2 %, s'établit-elle maintenant à 3,4 %. L'indicateur suggérait, lors de la première publication des comptes Eurostat, une croissance un peu plus dynamique, à 3,6 %.

L'indicateur anticipe une activité moins soutenue au troisième trimestre, avec une hausse du PIB de 3,6 % par rapport au même trimestre de 1999. La composante « enquêtes » est en léger recul en septembre mais demeure à haut niveau dans tous les secteurs (graphique 1) : le climat des affaires s'est tassé dans l'industrie et le commerce de détail, il est inchangé dans la construction. Le « bloc financier », indicateur avancé de deux trimestres, cumule l'effet prononcé de la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar en début d'année et le maintien de conditions monétaires toujours favorables à la croissance, en dépit de hausses de taux intervenues. Le « bloc réel » se replie significativement sous l'influence de la chute des immatriculations d'automobiles au cours des deux premiers mois du troisième trimestre. En revanche le ralentissement américain n'est pas suffisamment engagé pour affecter la croissance européenne.

### 1. Glissement annuel du PIB de la zone euro, prévision à 1 trimestre et contributions associées

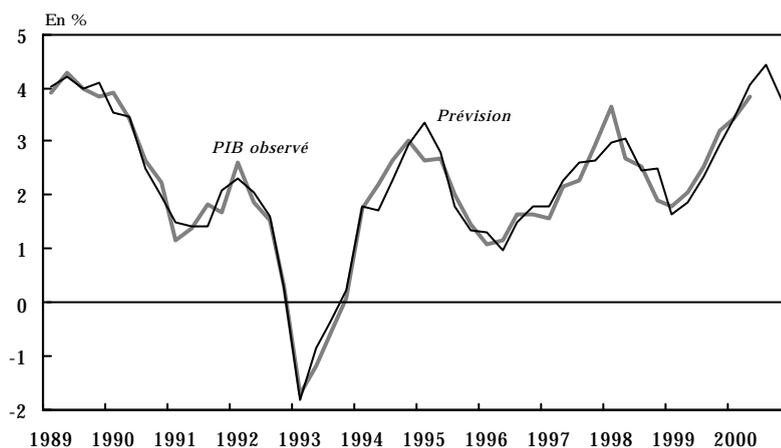


Sources : Eurostat, calculs OFCE.

\* CPB (La Haye), DIW (Berlin), ETLA (Helsinki), IFW (Kiel), NIESR (Londres), OFCE (Paris), Prometeia (Bologne), et WIFO (Vienne).

La première prévision du quatrième trimestre 2000 signale un léger rebond de la croissance, avec une hausse du PIB de 3,8 % par rapport à T4 1999 (graphique 2). Toutefois, les prévisions sont effectuées avec des équations différentes. L'enchaînement des estimations peut ainsi conduire à des divergences apparentes. La hausse des prix du pétrole a commencé à ponctionner les revenus dans tous les pays non producteurs. La contribution de l'industrie est nulle au quatrième trimestre, celle du commerce de détail en léger repli. Seul le secteur de la construction reste dynamique. Le resserrement de la politique monétaire en Europe contribue au ralentissement de la croissance à hauteur de 0,3 point. La contribution du taux de change s'est stabilisée à haut niveau : le recul récent de l'euro n'aura d'effet positif sur les exportations européennes qu'au début 2001.

### 2. Glissement annuel du PIB de la zone euro et prévision à 2 trimestres



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Tout compte fait, le taux de croissance prévu peut toujours être considéré comme satisfaisant. Il est au-dessus des anticipations des marchés, toujours trop prompts à proclamer la fin de la phase d'expansion.

## Espagne : une croissance plus équilibrée

La croissance espagnole s'est montrée particulièrement tonique au premier semestre 2000. Pour l'année, le chiffre devrait être légèrement supérieur à celui de 1999 (4 % au lieu de 3,7). Cette performance provient principalement du dynamisme des exportations (+ 4,4 % au deuxième trimestre). La dégradation de la contribution de la demande intérieure (+ 2,3 % au premier semestre) dérive principalement du tassement de la consommation des ménages au deuxième trimestre (+ 0,3 %), après la bonne performance en 1999 due à la croissance de l'emploi et à la réforme de l'IRPP, tassement qui s'explique par le prélèvement pétrolier.

La production manufacturière croît à un rythme élevé, confirmé par un climat de confiance dans l'industrie qui revient à son pic de 1997. La production de biens intermédiaires a retrouvé le même rythme de croissance que lors de la forte expansion de 1997. Elle a anticipé la récente accélération de la production de biens d'équipement. Le ralentissement des créations d'emploi est confirmé (+ 0,4 % au deuxième trimestre), mais avec moins d'emplois précaires et plus d'emplois à temps partiel. Compte tenu de l'augmentation de la population active du fait du plus haut taux de participation féminine, la baisse du taux de chômage (14 % au deuxième trimestre) devrait ralentir.

L'enquête sur les salaires montre une progression dans l'industrie en retrait des accords négociés (+ 2,3 au deuxième trimestre contre 2,7 selon la convention collective), contrairement aux services (+ 3,4 % pour les salaires effectifs contre 2,8 % pour les salaires conventionnels). La modération salariale dans l'industrie, vitale pour la compétitivité, ne semble pas remise en cause. L'accélération des prix à la consommation (3,6 % en août) s'est localisée dans les composantes les plus volatiles de l'indice. La composante structurelle de l'inflation est limitée en août à 2,7 %. La hausse des prix de production (+ 5,1 % en glissement en août) se cantonne aux biens intermédiaires (+ 10,2 %), la hausse des prix des biens de consommation (+ 0,6 %) et d'équipement (+ 1,8) restant faible. Cependant l'écart d'inflation avec la zone euro (+ 1,3 % en août) augmente et l'accélération des prix à la production dégrade légèrement la compétitivité espagnole face aux pays de l'Union européenne.

En 1999 le déficit public s'est réduit de 1,5 point de PIB pour atteindre 1,1 % avec un ratio dette/PIB de 63,5 %. Les autorités ont laissé jouer les stabilisateurs automatiques du côté des recettes et la politique délibérée de baisse des dépenses courantes a donné à la politique budgétaire un ton légèrement restrictif. Le dernier programme de stabilité prévoyait pour 2000 un déficit de 0,8 point de PIB. La révision à la hausse de la croissance permet de ramener l'objectif de déficit à 0,4 point de PIB ; l'équilibre prévu pour 2002 pourrait être réalisé en 2001.

La hausse du revenu des ménages en 1999 ralentirait en 2000 et 2001 du fait de la décélération des créations d'emploi et de la hausse de l'inflation. La consommation des ménages progresserait de 3,8 % en 2000 et de 3,4 % en 2001. La croissance de l'investissement (5,9 % en 2000) s'appuie sur le dynamisme de la demande extérieure et le degré élevé d'utilisation des capacités. Celle de 2001 (6,9%) résulterait de la forte amélioration de la rentabilité des entreprises. Grâce à un soutien encore net des exportations (+ 10,1 % en 2000 et + 8,9 % en 2001, la croissance se maintiendrait à 3,9% en 2001

## 21. Zone euro : résumé des prévisions

	Niveaux 1999 mrd de €95	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		1999				2000				2001				1998	1999	2000	2001
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	5 787,1	0,7	0,6	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	2,7	2,4	3,5	3,3
Consommation privée	3 263,8	0,8	0,3	0,7	0,6	0,8	0,7	0,6	0,5	0,8	0,8	0,9	0,9	2,9	2,7	2,6	3,0
Consommation publique	1 149,3	0,4	0,2	0,4	0,4	0,6	0,1	-0,1	-0,1	0,6	0,3	0,4	0,4	1,1	1,4	1,2	1,1
FBCF	1 236,9	1,7	1,5	1,7	0,4	1,9	0,7	1,3	1,6	1,1	1,4	1,4	1,5	4,9	5,1	5,1	5,4
Exportations	2 016,7	0,0	2,5	3,8	2,8	2,4	3,0	2,3	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	6,7	4,2	11,3	8,8
Importations	1 909,0	0,3	2,5	2,4	3,0	1,8	3,2	2,2	2,0	2,2	2,3	2,1	2,1	9,4	5,8	10,3	9,2
Balance commerciale	1 036,7																
Déficit interne	5 649,9	0,9	0,6	0,9	0,5	1,0	0,6	0,7	0,6	0,8	0,9	0,9	0,9	2,9	2,9	2,9	3,2
Variation des stocks	43,0	-0,1	0,0	-0,4	0,4	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,2
Déficit public, en points de PIB																	
Prix à la consommation (IPCH)		0,3	0,6	0,3	0,3	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	1,1	2,3	1,9

\* à l'exception de la ligne et variations de stock ».

Sources : Eurostat, les instituts de statistiques nationaux, OFCE, prévisions OFCE.

## Allemagne : l'effet bénéfique de la réforme fiscale

La croissance allemande a été vigoureuse au premier semestre 2000. Le PIB a progressé de 1,7 %, après 1,2 % au second semestre 1999. Après un tassement dans le courant du second semestre 1999, la production industrielle s'est nettement réorientée à la hausse depuis le début de l'année, la hausse sur un an atteignant 5,5 % en juillet. La reprise de la demande intérieure et le commerce extérieur y ont tous deux contribué.

Les commandes à l'exportation s'étaient essouffées au second semestre 1999, elles se sont très nettement réorientées à la hausse depuis le début de l'année 2000. En juillet, les commandes étrangères se sont gonflées de près de 15 % sur un an, une performance inégalée depuis le début des années 90. Au premier semestre, la contribution la plus importante vient de la zone euro, dans un mouvement quasi-général de hausse. En dépit de l'accélération des importations, les échanges extérieurs ont à peine moins contribué à la croissance qu'au second semestre 1999 (0,5 point). La conjoncture qui prévaut depuis la mi-1999 (faiblesse de l'euro, restockage et reprise du cycle d'investissement en Europe, vigueur de la croissance américaine) a été particulièrement favorable aux exportations allemandes. Une certaine normalisation devrait cependant se produire au cours des prochains mois : le restockage européen a atteint son point haut à la mi-2000, le rythme des importations américaines a déjà commencé à se ralentir, le prélèvement pétrolier se fait sentir sur la croissance et le commerce mondial. La remontée de l'euro inscrite dans la présente prévision à partir du premier trimestre ne pénaliserait les parts de marché qu'à la fin 2001. Quelques signes de fléchissement se font déjà sentir dans les enquêtes. Les soldes d'opinions sur les carnets de commandes étrangères continuent de se redresser, mais plus lentement que dans le courant 1999 et les perspectives d'exportation à trois mois se stabilisent depuis le début de l'année.

Comme au deuxième semestre 1999, la consommation des ménages a assez bien résisté à l'accélération de l'inflation. Les dépenses des ménages se sont accélérées par rapport au second semestre 1999 (+ 0,9 % après 0,6 % au second semestre 1999). Les évolutions trimestrielles ont été plus heurtées : le relèvement de l'éco-taxe et la hausse des prix du pétrole ont contribué à la chute de 5 % des immatriculations automobiles au premier trimestre et des effets saisonniers ont freiné les dépenses de consommation au premier trimestre. Un net rattrapage a été observé au deuxième. La consommation bénéficie beaucoup de la reprise de l'emploi. Les nouvelles séries publiées en août 2000 par l'Office statistique fédéral ont révisé en hausse le rythme des créations d'emploi : 2 % l'an à la mi-2000, contre 0 % avant révision. Pour beaucoup, il s'agit de « petits boulots » (les emplois « 630 DM »), pour lesquels l'Office fédéral dispose depuis avril 1999 de nouvelles

statistiques, et dont les effectifs ont été relevés de 1,8 million pour l'année 1999, soit 5,1 % de l'emploi total. En juin, l'Allemagne compte 3,28 millions de chômeurs, près de 170 000 de moins qu'avant la révision. A l'Ouest, le taux de chômage (au sens du BIT) atteindrait désormais 6 % (pour 7,9 % dans l'ensemble de l'Allemagne).

L'augmentation de la part de ces emplois va de pair avec une réduction de la durée moyenne du travail, qui atténue la progression des salaires par tête vis-à-vis des salaires horaires. Néanmoins, une augmentation des salaires horaires conventionnels de 2,5 % s'est soldé au premier semestre par la progression de la masse salariale la plus forte depuis 1995 (2,1 % par rapport au second semestre 1999). Cette progression a permis de compenser la stagnation des transferts au ménages (notamment sous l'effet du plan d'économies du gouvernement pour 2000) et la réduction de moitié de l'abattement à la base sur les produits financiers, entrée en vigueur en début d'année. La consommation a en outre profité d'une baisse de 0,3 point du taux d'épargne au premier semestre, qui a annulé la moitié de la remontée du deuxième semestre 1999. Les quelques indicateurs disponibles laissent à penser que la croissance de la consommation serait modérée au troisième trimestre. En juillet, le chiffre d'affaires du commerce de détail reste inférieur de plus de 2 % au niveau très haut du second trimestre ; le climat dans le commerce de détail s'est redressé en août, mais il reste à un niveau très inférieur au début de l'année. Au troisième trimestre, la ponction exercée sur le pouvoir d'achat par la hausse des prix du pétrole aura été relativement forte, tandis que les intentions d'épargne se sont redressées depuis le début de l'année.

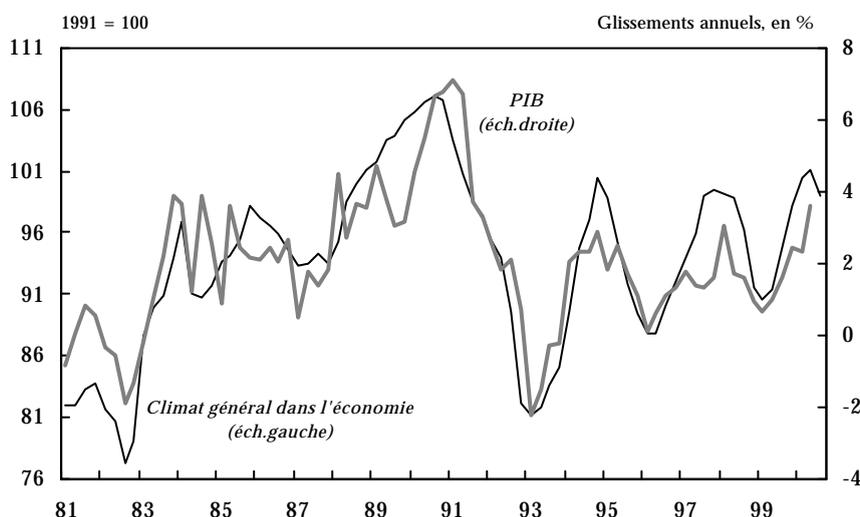
La bonne tenue de la consommation et le dynamisme des exportations ont stimulé les investissements. Au premier semestre, l'investissement en équipement a été particulièrement dynamique (+ 6,8 % par rapport au second semestre 1999) et le taux d'investissement a retrouvé son niveau élevé de la mi-1992. Ces évolutions sont en ligne avec les indicateurs. Les commandes intérieures en biens d'équipement croissent depuis le deuxième trimestre 1999 à un rythme trimestriel proche de 2,5 % ; les intentions d'investissement pour 2000 ont été révisées à la hausse dans l'enquête de printemps. La reprise de l'investissement en équipement a été tardive (1998) et concomitante au trou d'air provoqué par les crises asiatique, puis russe. Un certain ajustement s'est opéré en 1999. A la mi-2000, plusieurs facteurs plaident pour une franche reprise du cycle d'investissement : dans le secteur manufacturier, la reprise engagée à la mi-1999 a tiré le taux d'utilisation des capacités de production au dessus de sa moyenne de longue période ; les taux de marge sont élevés, ils sont restés stables au premier semestre 2000 ; les entreprises (au moins les PME) savent désormais qu'elles bénéficieront d'allègements de fiscalité au cours des prochaines années. A plus court terme, les entreprises sont incitées à anticiper des dépenses

prévues en 2001 pour bénéficier des taux d'amortissement encore élevés de l'année fiscale 2000.

Les stocks excédentaires ayant été éliminés au second semestre 1999, les variations de stocks ont contribué positivement à la croissance au premier semestre 2000 (0,3 point). Le mouvement de restockage toucherait cependant à sa fin : de mai à août, les soldes d'opinions sur les stocks de produits finis se sont redressés.

La situation dans le bâtiment est beaucoup moins favorable. L'investissement a reculé pendant trois trimestres consécutifs. De mauvaises conditions météorologiques ont ralenti les travaux au premier trimestre 2000 ; aucun rattrapage n'a été opéré ensuite. A court terme, les signes d'amélioration font défaut : les permis de construire ont chuté de près de 7 % au premier semestre. La chute est concentrée dans sur le secteur résidentiel. Dans les anciens *Länder*, l'évolution des permis de construire au début 2000 laisse attendre pour les prochains mois une stabilisation de l'activité pour les immeubles d'habitation et une baisse de régime pour l'habitat individuel, après la reprise des trois dernières années.

### 19. Climat général et glissement du PIB en Allemagne



Sources : Deutsche Bundesbank, IFO.

Les éléments précédents éclairent l'évolution récente du climat général IFO dans l'ensemble de l'économie (anciens *Länder*), qui s'est contracté pendant trois mois consécutifs pour l'appréciation des perspectives à 6 mois, deux mois consécutifs (juin et juillet), avant de se stabiliser en août, pour l'appréciation de la situation présente. Les perspectives à six mois et l'appréciation de la situation présente sont assez bien corrélées, les unes avec avance, l'autre avec retard, avec les inflexions

du rythme de croissance. Au deuxième trimestre, le glissement annuel du PIB a atteint 3,6 %, un record depuis 1992 (graphique 19). Le climat annoncerait un retour à un rythme de croissance plus modéré au cours des prochains mois.

## Des tensions inflationnistes localisées

Qu'on les mesure au niveau des importations, de la production ou de la consommation, les tensions inflationnistes sont restées jusqu'à présent limitées aux prix énergétiques et aux prix des autres biens intermédiaires. Plusieurs facteurs y ont contribué. D'une part, le poids de la zone euro dans les importations allemandes (un peu plus de 42 % des importations) atténue l'effet de la hausse du dollar, d'autant que l'intensification de la concurrence au sein de la zone a pu contribuer à limiter la hausse des prix pratiqués par les fournisseurs extérieurs à la zone. La reprise de l'activité, depuis 1999, s'effectue d'autre part dans un contexte de tensions encore faibles au niveau interne, tant sur les capacités de production (dans le secteur manufacturier, les tensions sont parmi les plus faibles de la zone euro) que sur les salaires. Les coûts salariaux unitaires sont encore largement contenus. Les augmentations de salaires horaires conventionnels sont en retrait par rapport à 1999 et les salaires effectifs progressent depuis 1997 moins vite que les salaires conventionnels. Le ralentissement des gains de productivité horaire constaté depuis 1998 ne s'est ainsi pas répercuté sur les coûts unitaires, qui restent globalement stables depuis 1993. En outre, l'éco-taxe a permis entre avril 1999 et janvier 2000 de réduire d'un point le taux de cotisation retraite (20,3 à 19,3 %), pour moitié à charge des entreprises. Le contrôle des coûts unitaires a limité la pression sur les marges, qui ne se sont pas dégradées depuis le début des hausses de prix des biens des matières premières importées, début 1999. Au niveau de la consommation, la hausse du prix des importations énergétiques, couplée au relèvement de l'éco-taxe, majore le glissement annuel des prix à la consommation de l'ordre de un point à la mi-2000, mais le rythme sous-jacent reste contenu, encore légèrement inférieur à 1 % en août 2000, largement en deçà des rythmes constatés à la fin des années 80. L'accélération observée depuis le début 1999 sur les produits manufacturés (le glissement était nul début 1999, il atteint 2,7 % en août) est amplement compensée par la modération des prix des services et de l'alimentaire, qui représentent près de 60 % de l'indice des prix à la consommation : en août 2000, le glissement est nul pour le poste alimentaire, il est proche de 1,3 % pour les loyers et les services. La libéralisation du prix des télécommunications et la situation encore déprimée dans le secteur résidentiel ont ainsi contribué à freiner le prélèvement inflationniste sur les ménages.

L'inflation importée devrait s'atténuer au cours des prochains mois. La plupart des branches ont négocié en 2000 des augmentations salariales sur deux ans (2,3 % en moyenne pour les salaires horaires conventionnels pour 2001), dont le pouvoir d'achat serait grevé en cas de poursuite de la hausse des prix des importations. Au cours du second semestre 2000, la consommation des ménages devrait cependant moins progresser, ce qui serait compensé par un fort dynamisme de l'investissement en équipement. La contribution des échanges extérieurs à la croissance resterait encore légèrement positive, mais s'atténuerait en fin d'année. En 2001, la croissance allemande bénéficiera de la forte impulsion budgétaire provoquée par l'entrée en vigueur de la réforme fiscale.

## Enfin un relâchement de la politique budgétaire

En juillet 2000, la résolution adoptée par le Bundesrat a fixé les contours définitifs de la réforme fiscale des entreprises et a confirmé l'avancement d'un an de l'étape prévue initialement pour 2001 de la réforme de la fiscalité des ménages. Le cumul des mesures engagées sur la période 1998-2005 se solde par un allègement net de 2,3 % du PIB (tableau 22). En 2000, la politique budgétaire est neutre, les allègements de fiscalité étant compensés par le programme d'économie de dépenses (limitation des hausses de retraites à l'inflation, restriction de l'aide sociale des personnes ayant épuisé leur droit à l'assurance chômage). En 2001, la politique budgétaire renouera, pour la première fois depuis la réunification, avec une impulsion franchement expansionniste, de l'ordre de 0,7 point de PIB. Pour les ménages, les réductions de fiscalité représentent une baisse de 1,7 point du taux d'imposition des salaires en 2001. Pour les entreprises, l'abaissement du taux de l'impôt sur les sociétés est en partie compensé par le durcissement des conditions d'amortissement.

Le calendrier des mesures fiscales soutient l'investissement en 2000. En 2001, il bénéficiera particulièrement aux dépenses de consommation, qui augmenteraient de 2,9 % en moyenne annuelle. Le redressement de l'investissement en bâtiment compenserait un investissement en équipement un peu moins dynamique. En 2001, la croissance serait tirée par la demande intérieure ; elle atteindrait 3,1 % en 2000, 3 % en 2001.

### 22. Impact net cumulé des réformes fiscales 1998-2005 (mrds de DM) \*

	Total	Ménages	PME (y c. entreprises unipersonnelles)	Grandes entreprises
Fiscalité des revenus	- 95	- 66,9	- 29,8	1,7
Éco-taxe	+ 9,9	—	—	—

\* Un signe moins correspond à un allègement net de fiscalité.  
Source : Ministère des Finances.

## 23. Allemagne : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 ruds DM de 1995	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		1999				2000				2001				1998	2000	2001	
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Consommation des ménages	2 077,5	1,6	-0,3	0,5	0,5	0,0	1,3	0,3	0,5	0,7	0,9	0,8	0,7	1,9	2,5	1,8	2,9
Consommation publique	707,7	0,1	-0,5	0,2	0,0	1,7	-0,5	-0,8	-0,8	1,2	0,3	0,3	0,3	0,5	-0,1	0,8	0,5
FBCF totale	810,2	2,0	0,8	2,1	-0,8	2,0	-1,2	1,3	2,0	0,6	1,4	1,4	1,4	2,3	2,9	2,9	4,7
Dont :	40,0	5,9	3,6	2,1	3,6	2,4	1,5	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	10,9	12,4	10,5	10,2
équipement	291,6	2,2	0,2	2,9	-1,0	7,0	0,6	3,0	4,5	0,5	2,3	2,3	2,3	8,4	6,2	11,2	9,2
bâtiment	478,7	1,6	0,9	1,6	-1,1	-1,3	-2,6	-0,1	0,0	0,5	0,6	0,6	0,6	-1,7	0,1	-3,1	0,7
Exportations de biens et services	1 076,4	0,4	3,5	3,7	2,8	3,3	3,1	2,9	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	6,3	4,6	13,1	9,4
Importations de biens et services	1 016,8	2,0	3,0	2,0	2,7	2,0	3,2	2,3	2,2	2,4	2,5	2,2	2,4	8,1	7,8	10,2	9,9
Variations de stocks, en ruds DM 1995		7,8	6,0	1,9	7,4	3,6	10,5	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	15,6	23,0	36,1	44,0
PIB	3 670,6	0,9	-0,1	0,9	0,8	0,8	1,1	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	1,8	1,4	3,1	3,0
Prix à la consommation		-0,3	0,5	0,3	0,4	0,5	0,3	0,7	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	0,9	0,6	1,9	1,4
Solde courant, en points de PIB		-0,7		-1,2		-1		-1,3		-1,3		-1,4		-0,2	-0,9	-1,2	-1,3

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

## Italie : une croissance plus européenne

La croissance italienne se rapproche enfin de celle de ses partenaires européens. Avec un glissement annuel de 2,6 % au deuxième trimestre 2000, elle s'écarterait du rythme de 1,4 % de la période 1991-1999 pour atteindre 2,9 % en 2000 et 3,0 % en 2001. La forte impulsion de la demande intérieure après la décélération de 1999 s'inscrit dans une tendance établie depuis 1997. La consommation privée accélère pour progresser à un rythme plus proche de celui des autres pays européens, bénéficiant comme eux d'une politique budgétaire moins restrictive. La charge d'intérêt de la dette publique devrait augmenter du fait de la hausse des taux en Europe, mais aucune mesure correctrice sur le solde primaire ne serait prise compte tenu de la prochaine échéance électorale (encadré 3). La dynamique du solde extérieur s'améliore marquant une contribution positive en 2000 et une faible dégradation en 2001, lorsque l'effet de l'euro faible s'estompera. Le différentiel d'inflation avec le noyau de la zone euro dont la tendance à la baisse s'est inversé reste le facteur de risque le plus significatif.

Le renforcement de la reprise débutée fin 1999 est confirmé par l'accélération de la valeur ajoutée, qui enregistre au premier semestre un acquis de croissance de 2,7 % dans l'industrie et de 2,3 % dans les services. L'indice de production industrielle au premier semestre, se situe à un niveau supérieur aux pics atteints à la période correspondante des reprises de 1995 et 1997. L'indicateur du climat de confiance dans l'industrie est au plus haut ainsi que les perspectives de production à un trimestre. Le solde d'opinions sur les carnets de commande et les perspectives de commandes se consolident, tant pour la composante étrangère qu'intérieure. Les commandes étrangères restent très dynamiques ainsi que les perspectives d'exportation.

Le solde d'opinions sur les stocks de produits finis a atteint en mars le plus bas point de la décennie et a faiblement augmenté depuis. La baisse de la contribution des stocks au premier trimestre devrait s'arrêter et la production devra s'accroître pour faire face aux besoins de reconstitution des stocks.

Au premier trimestre 2000, le taux d'utilisation des capacités est revenu au niveau d'avant la crise de 1998. Le pourcentage d'entreprises connaissant des contraintes de capacité a augmenté. L'enquête investissement montre depuis trois semestres une augmentation de l'investissement destiné à accroître les capacités de production au détriment de l'investissement de remplacement ou de rationalisation. Cette réorientation est apparue subitement en cours de 1999, face aux pressions croissantes de la demande. La fiscalité reste favorable à l'investissement avec un coût du financement en baisse (le coût d'utilisation du capital passe de 7,5 % à 5,8 % par effet de l'introduction de l'impôt régional sur la valeur ajoutée des entreprises et de la *Dual Income Tax*).

Avec un taux de croissance de la FBCF totale de 7,3 % en 2000 et de 5,9 % en 2001 le cycle de l'investissement serait inhabituel par sa durée et son intensité, d'autant plus que le taux d'investissement a atteint le pic enregistré en début de décennie.

Contrairement à la période 1997-1999 où la croissance s'était accompagnée d'une forte accumulation de capital mais d'une stagnation de l'emploi, l'actuelle phase d'expansion est caractérisée par une plus grande capacité de la production à générer de l'emploi, malgré la persistance de contractions de l'emploi dans les grandes entreprises industrielles (- 0,2 % en juin en glissement annuel). En juillet 2000 l'emploi total a augmenté de 2 % en glissement annuel, tiré par les services (+ 3,1 %) et, pour la première fois depuis le début 1999, par une croissance positive dans l'industrie (+ 0,3 %). Toutefois l'adéquation de l'emploi au dynamisme de l'activité s'est faite en partie par une intensification du degré d'utilisation de la main-d'œuvre déjà employée ou temporairement inutilisée. Les heures effectivement travaillées par employé dans les grandes entreprises augmentent au premier semestre 2000 de + 7 % dans l'industrie et de + 0,8 % dans les services, le recours à la *Cassa Integrazione Guadagni* (chômage temporaire) baisse de 11 % dans l'industrie et de 18 % dans les services. Mais l'épuisement des marges d'utilisation de la main-d'œuvre permet d'affirmer que l'élasticité de l'emploi à la production devrait se stabiliser sur les niveaux des deux dernières années. On peut donc envisager une progression de l'emploi de 1,4 % en 2000 et 1,5 % en 2001. Le faible taux de chômage enregistré dans le nord du pays (4,3 %) pourrait faire apparaître des contraintes d'offre au niveau local et pour les PME. Depuis le second semestre 1999 le nombre d'entreprises indiquant des pénuries de main-d'œuvre a fortement augmenté. Compte tenu du taux d'accumulation du capital, de la croissance de l'emploi et de l'existence de facteurs encore inutilisés, la phase de croissance se poursuit cependant sans qu'aucun signe de blocage ne se manifeste du côté de l'offre.

La logique de modération salariale, qui continue à caractériser le dialogue entre les partenaires sociaux, ne laisse pas envisager une forte accélération de la part des salaires au détriment des profits. La préférence pour l'augmentation de l'emploi plutôt que des salaires semble prévaloir autant du côté des syndicats que des entrepreneurs. Au mois d'août la hausse des salaires nominaux conventionnels par tête est de 1,9 % en glissement annuel dans l'industrie et de 1,8 % dans les services. Sur la base des augmentations salariales prévues dans les accords en vigueur la progression des salaires devrait décélérer dans les services privés (1,5 %), accélérer dans les administrations (+ 2,2 %) et progresser au même rythme de 1,9 % dans l'industrie. Cette évolution plus modérée que celle des prix en 2000 est confirmée par l'évolution du salaire nominal brut par tête dans les grandes entreprises de l'industrie (+ 2,2 %) et des services (+ 0,2 %). Au mois d'août les accords salariaux

en attente de renouvellement constituent 38 % du total, dont 68 % dans l'administration publique. De ce front viendraient les hausses les plus importantes, car la négociation porterait sur la récupération du différentiel entre inflation programmée et inflation réalisée en 2000 et sur l'adéquation à l'objectif d'inflation relevé à 1,7 % pour 2001. La hausse du coût salarial nominal par tête serait de 2,3 % en 2000 et de 2,9 % en 2001.

Tendanciellement l'Italie connaît une hausse des coûts par unité produite plus soutenue que ses partenaires européens. Mais au premier trimestre 2000 les données de comptabilité nationale montrent une accélération de la productivité et une baisse importante du coût du travail par unité produite. Cette dernière est plus rapide dans les services que dans l'industrie, montrant ainsi la fragilité des récentes performances de ce secteur. L'évolution des coûts internes permet de réduire l'impact de la hausse des prix des inputs intermédiaires sur les prix de production (+ 6,5 % en glissement annuel en août). En 2001 en présence d'une décélération des prix à l'importation le rôle des facteurs endogènes d'inflation serait plus important. A l'augmentation du coût du travail pourrait s'ajouter l'évolution pro-cyclique habituelle du taux de marge, dont la progression récente a été plus rapide que pour les principaux partenaires. Le transfert de la hausse du prix de l'énergie aux autres postes de dépense n'a pas eu lieu à l'exception du logement et des transports. Toutefois, malgré la stabilisation du taux d'inflation depuis juillet (+ 2,6 % en glissement annuel en septembre) et des anticipations d'inflation des consommateurs, l'augmentation du différentiel d'inflation avec le noyau de la zone euro demeure le risque le plus significatif.

Au second semestre 2000 les pertes de pouvoir d'achat engendraient un tassement de la consommation des ménages (+ 2,3 % en 2000). De plus la croissance de la masse salariale serait limitée par la modération salariale (+ 3,7 % en 2000 contre + 4,4 % en 2001) et la hausse de l'emploi ne développerait pas pleinement ses effets sur la confiance des ménages à cause du caractère précaire des nouveaux emplois. Par contre le revenu disponible (+ 1,5 % en 2000 et + 2,6 % en 2001 en termes réels) bénéficierait du relâchement de la politique budgétaire et la hausse des taux d'intérêt. La reprise du pouvoir d'achat en 2001 viendrait aussi du moindre impact de l'inflation (2,2 % en 2001 contre 2,6 % en 2000) et de l'accélération des salaires.

Une modification du comportement de consommation est en cours, du fait d'une augmentation du crédit à la consommation favorisée par la baisse du coût de l'argent et surtout par le développement de l'offre du secteur bancaire. Elle s'explique aussi par la plus faible rémunération de l'épargne et par un cadre macroéconomique plus stable, qui ne justifie plus l'épargne de précaution (fin des anticipations des ponctions fiscales, baisse du chômage). La hausse de la propension à consommer se

poursuivrait et la consommation des ménages atteindrait en 2001 un taux de croissance de + 2,7 %.

L'accélération des échanges extérieurs au cours du premier semestre 2000 (+ 3,9 % pour les exportations et + 4,1 % pour les importations) se consoliderait en cours d'année selon les indications les plus récentes. La hausse de 8,8 % autant des importations que des exportations permettrait de retrouver la contribution légèrement positive du solde extérieur (0,1 point de PIB en 2000) déjà enregistrée au deuxième trimestre 1999. La croissance des exportations se renforce en direction de la zone euro, alors qu'elle décélère vers la zone extra-euro. Elle reste plus faible que la progression de la demande adressée, prolongeant ainsi la baisse des parts de marché en 2000 et 2001. En 2001, la décélération des exportations (+ 8,1 %) ne compenserait la plus forte hausse des importations (+ 9,5 %) tirée par le dynamisme de la demande intérieure et par la reprise de l'accumulation des stocks. La contribution du solde redeviendrait négative (- 0,3 point de PIB).

### 3. La loi de finance 2001

La croissance des recettes au premier semestre 2000 a été supérieure à ce qui était nécessaire pour atteindre le déficit programmé dans le programme de stabilité. 13 000 milliards (0,7 point de PIB) de baisse d'impôts à valoir pour le quatrième trimestre 2000 se sont ajoutés aux 10 300 milliards déjà comptabilisés dans la loi de finance 2000. Le dernier document de programmation intègre des informations nouvelles qui jouent en sens inverse sur les comptes ; d'un côté la révision à la hausse de la croissance, de l'autre la hausse du taux d'intérêt. Cette dernière n'a pas fondamentalement modifié le programme de finance publique, car les prévisions précédentes, systématiquement prudentes sur la charge de la dette, prenaient déjà en compte un coût élevé. L'assainissement structurel réalisé au cours de la décennie devrait permettre pour la première fois en 2001 au solde tendanciel de correspondre à son objectif de - 0,8 point de PIB sans besoin d'aucune correction. La réduction de la dette (106,6 % en 2001) se poursuivrait sans nouvelle charge pour l'économie. Entre deux options pour l'utilisation de la cagnotte fiscale (soutien de la croissance et restitution du pouvoir d'achat aux ménages contre assainissement de la dette) le gouvernement a tranché en faveur de la première. Soutenue par la majorité gouvernementale en logique préélectorale, cette orientation favorise aussi le consensus syndical nécessaire au maintien de la modération salariale. La cagnotte fiscale de 28 000 milliards (1,4 point de PIB), sera attribué pour les deux tiers aux ménages et pour un tiers aux entreprises. Seulement 16 000 milliards constituent de nouvelles baisses d'impôt, 12 000 milliards étant imputables aux effets sur 2001 des mesures entreprises en 2000.

L'allègement de l'IRPP se poursuit par la réduction des taux appliqués à la deuxième tranche de 25,5 % à 24,1 % et à la troisième tranche de 33,5 à 32,1 %. Le taux appliqué aux deux tranches supérieures est réduit

d'un demi point (à 39 % et 45 % respectivement). Une forte hausse des déductions pour enfant à charge est aussi programmée. Tous les contribuables bénéficient désormais de l'exonération de la taxe d'habitation principale et la déduction de 36 % des frais pour le renouvellement de l'habitat est prolongée. A cela s'ajoute la réduction d'un quart de l'impôt sur les successions. Pour réduire l'inflation importée 3 300 milliards sont dévolus à la baisse de l'impôt sur l'essence et aux tarifs sur le gaz.

Pour les entreprises la loi prévoit une réduction forfaitaire de la base imposable de l'impôt sur la valeur ajoutée des entreprises (IRAP), la baisse d'un point (de 37 à 36 %) du taux de l'impôt sur les bénéfices, l'IRPEG, ainsi que l'abolition du plancher minimum de 27 % du taux moyen d'imposition. A cela s'ajoute un crédit d'impôt pour les créations d'emploi dans le sud du pays et une réduction des cotisations employeur de 0,84 point.

Un montant de 7 000 milliards supplémentaires (0,3 point de PIB) venant de réduction des dépenses des administrations est redistribué aux dépenses sociales et de santé. Les mesures en faveur de la politique sociale sont marginales avec 2 150 milliards (1 400 au soutien du minimum vieillesse et 350 à l'extension du RMI) et s'éloignent de plus en plus du grand projet de réforme qui était l'un des principaux objectifs du premier gouvernement de centre gauche.

## 24. Italie : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 mrd\$ ITL 1995	Variations par rapport à la période précédente, en % *																		
		1999				2000				2001				1998	1999	2000	2001			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	1 867 797	0,3	0,6	0,7	0,5	1,1	0,3	1,0	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,5	1,4	2,9	3,0
Consommation des ménages	1 110 974	0,4	0,4	0,3	0,1	1,1	0,5	0,6	0,4	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	2,3	1,7	2,3	2,7
Consommation des APU	335 573	-0,1	0,2	0,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	0,8	1,0	0,8
Consommation totale	1 446 546	0,3	0,3	0,3	0,2	0,9	0,4	0,5	0,3	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,9	1,5	2,0	2,2
FB/CF totale	353 086	1,4	2,0	1,3	2,0	2,1	1,6	1,6	1,3	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	4,1	4,4	7,3	5,9
Variations de stocks*	20 060	-0,3	0,3	-0,9	0,3	-0,7	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,4	-0,2	0,3
Exportations de biens et services	534 963	-1,2	1,7	3,7	1,6	2,1	1,8	2,3	1,6	2,0	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	3,3	-0,4	8,8	8,1
Importations de biens et services	491 809	-1,7	2,9	-0,3	3,1	0,0	5,1	2,5	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	9,1	3,4	8,7	9,5
Solde extérieur*	43 154	0,1	-0,3	1,1	-0,4	0,6	-0,9	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-1,3	-1,0	0,1	-0,3

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

## Royaume-Uni : sur un sentier étroit

Au premier semestre 2000, l'économie britannique a poursuivi sa route sans heurt apparent. Le sentier est étroit puisque le gouvernement de M. Blair s'est fixé l'objectif de réduire l'ampleur du cycle économique. Il a pour ce faire donné à la Banque centrale une cible de prix de 2,5 % pour l'indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires (RPIX), avec une fourchette de  $\pm 1$  %. Il s'est aussi donné des contraintes budgétaires qui impliquent qu'au cours d'un cycle les dépenses courantes ne peuvent pas être supérieures aux recettes. Le rythme soutenable de croissance de moyen terme est évalué à 2,5 % dans le dernier budget.

A la mi-2000, les objectifs de référence sont satisfaits. L'inflation est inférieure à la cible depuis avril 1999. Elle n'était que de 1,9 % en août, soit 0,6 % seulement en indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), comme depuis le début de l'année la plus faible de tous les pays de l'Union européenne<sup>8</sup>. Depuis le dernier trimestre 1999, la progression du PIB est voisine de 3 % en glissement, mais cela fait suite au ralentissement du tournant de 1998-1999, qui avait conduit à une croissance du PIB de 2,2 % en 1999. Le taux de chômage poursuit sa baisse régulière. Il n'était plus que de 3,6 % en août dernier selon le concept national (un peu plus de 5 % au sens du BIT), soit une baisse de 0,6 point en un an et le niveau le plus bas enregistré depuis octobre 1975. Le solde public était excédentaire de 1,3 point de PIB en 1999 au sens de Maastricht (0,2 en 1998). La dette continuait de diminuer (45,7 points de PIB en 1999, 48 un an plus tôt). Par contre, le solde courant, déficitaire de 1,2 point de PIB l'an dernier, s'est légèrement creusé au premier semestre 2000 (1,4 point de PIB).

Le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre avait relevé son taux directeur de 0,75 point entre novembre 1999 et février dernier. En l'absence d'accélération de des prix de détail, le CPM avait été particulièrement attentif à la résurgence de tensions des prix de l'immobilier et des salaires. Mais les prix de l'immobilier ont ralenti depuis février (la progression de l'indice Halifax étant passée de 15 % sur un an en février à 7 % en août). Après avoir culminé à 6 % en début d'année, à cause de rémunérations exceptionnelles liées au passage à l'an 2000, la progression de l'indice des rémunérations n'était plus que de 3,9 % en juillet. L'objectif de prix ne semblant pas menacé, le CPM a maintenu son taux à 6 %.

La livre Sterling suit depuis début 1999 une trajectoire intermédiaire entre le dollar et l'euro. La baisse de la livre par rapport au dollar était de 5 % sur un an au deuxième trimestre 2000, son appréciation de 8 % par rapport à l'euro. Le taux de change effectif nominal de la livre s'est

8. L'écart entre les deux indices résultait en août principalement de la prise en compte dans le RPIX de composantes liées au coût logement exclues de l'IPCH (0,6 point) et de la méthode d'agrégation (0,7 point).

apprécié de 5 %, sur un an, le taux de change réel (en termes de prix à la consommation, mesuré par l'OCDE) de 3 %, laissant la livre surévaluée de 15 % par rapport à la moyenne des vingt dernières années. L'amélioration de l'environnement international au premier semestre, notamment en Europe, est venue fort opportunément offrir des débouchés aux exportations, pénalisées par le haut niveau de la livre. Ceci a facilité un certain rééquilibrage des demandes interne et externe et a contribué au *statu quo* de la politique monétaire.

Les taux d'intérêt sont actuellement supérieurs de plus d'un point à ceux suggérés par une règle de Taylor<sup>9</sup> et leur resserrement passé, combiné au haut niveau du taux de change, devraient peser sur l'activité dans les mois à venir. Une hausse des taux directeurs semble peu probable à court terme. A l'horizon de la prévision, le ralentissement américain, et la baisse des taux qu'elle initierait outre-Atlantique, la baisse plus modeste des taux en Europe, et la baisse des prix du pétrole, conduiraient la Banque d'Angleterre à un assouplissement de 0,5 point de la politique monétaire britannique à partir de la mi-2001, ramenant les taux en fin de période vers un niveau plus neutre pour l'activité. Dans le mouvement d'appréciation de l'euro face au dollar, la livre garderait une position médiane et son taux de change effectif se déprécierait légèrement en fin de période.

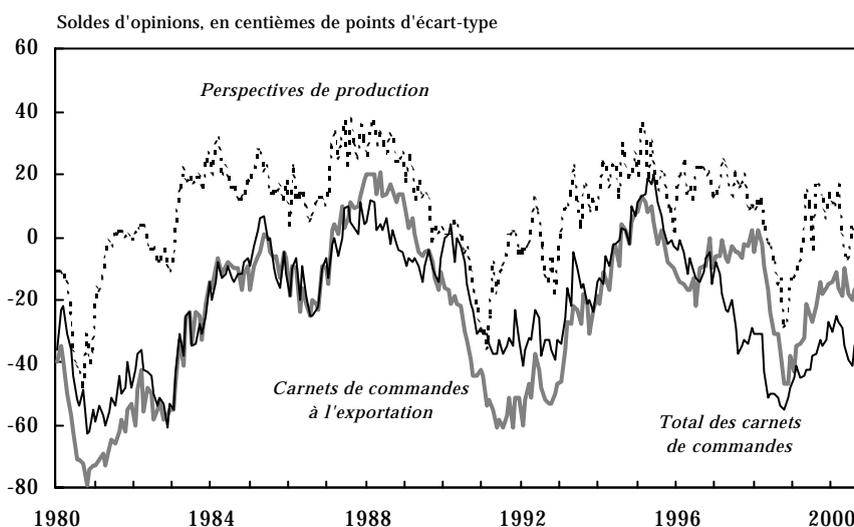
La croissance du PIB a été de 0,5 % au premier trimestre et de 0,9 % au second. Elle serait en retrait au troisième trimestre. Les informations conjoncturelles montrent depuis le début de l'année des signes de stabilisation ou de ralentissement de l'activité. Au tournant de l'an 2000, les enquêtes se sont stabilisées dans l'industrie avant de se dégrader au printemps. Les opinions des industriels sur les perspectives de production et les carnets de commande étaient cependant à nouveau orientés à la hausse pendant l'été (graphique 20). L'indice des directeurs d'achat indiquait une légère progression de la production manufacturière en juillet et août. La production manufacturière garderait à court terme des rythmes de croissance modérés (actuellement de 1,5 % par an, contre 3,5 % dans les services).

La consommation des ménages reste, le principal moteur de la croissance de ce cycle. Elle a cependant ralenti au premier semestre 2000, retrouvant un rythme de l'ordre de 3,2 % par an, après plus de 4 % au cours des deux années précédentes. L'indice de confiance des consommateurs s'est dégradé régulièrement depuis le début de l'année. La progression des ventes de détail en volume, après avoir atteint 6 % en janvier 2000, s'est installée depuis sur des rythmes de 4 %. Le taux d'épargne a continué de baisser et n'était plus que de 3 % au deuxième

---

9. Avec une inflation de 2 %, pour une cible de 2,5 ; un écart de production à peine supérieur à 0 selon les estimations du Trésor (1 selon l'OCDE), et une constante de 2 (taux réel d'équilibre de longue période que Taylor considère proche du taux de croissance tendancielle), une règle de Taylor suggère un taux proche de 4 % (4,5 %).

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



Source : CBI.

trimestre. Cette baisse s'explique en partie par un effet richesse<sup>10</sup>. En 1999, la richesse des ménages a atteint un niveau record : sept années de revenu. En 2000, les prix des actifs boursiers se sont stabilisés à un haut niveau, et les prix immobiliers ont continué à augmenter. A l'horizon 2001, l'effet richesse serait, du fait de l'évolution des prix des actifs, beaucoup plus faible. La modération de la croissance des salaires et des emplois conduiraient à une moindre hausse du revenu réel des ménages. La consommation des ménages ralentirait et une reconstitution du taux d'épargne s'amorcerait (de l'ordre de 1,5 point).

Les entreprises ont accéléré leurs investissements de 1995 à 1998 ; en 1999 le taux d'investissement s'est stabilisé à un niveau exceptionnellement élevé. L'amélioration, et le niveau élevé, du taux de marge des entreprises au cours de cette période ont facilité les décisions d'investissement, que l'arrivée de l'an 2000 (équipements informatiques), et l'apparition des produits de nouvelles technologies (téléphones mobiles,...) rendaient nécessaires. Un effet de « nouvelle économie » à l'américaine, où l'on assisterait à la poursuite de rythmes élevés d'investissements en équipements ne semble pourtant pas être d'actualité au Royaume-Uni. Les comptes nationaux des derniers trimestres indiquent une très faible progression de l'investissement des entreprises. Les soldes d'opinions des enquêtes auprès des industriels sur leurs investissements au cours des prochains mois, en équipement et en bâtiment, sont bas. La profitabilité des entreprises s'est dégradée en 1999 et au premier

10. Cf Houizot et alii, *Revue de l'OFCE* n° 73, avril 2000.

semestre 2000 dans l'industrie manufacturière. La baisse est moins marquée dans les services. Ceci, accompagné de taux d'intérêt réels relativement élevés, conduirait à une progression des investissements moindre qu'entre 1995 et 1998 <sup>11</sup>.

Les hausses de prix continuent à être modérés. Le glissement des prix à la consommation ponctuellement tiré vers le bas en août par la baisse des prix du pétrole, devrait mécaniquement être plus élevés en septembre. Mais la tendance sous-jacente est celle d'une baisse des prix des biens. Les prix de services liés au logement — eau, et dans une moindre mesure, électricité, gaz, téléphone — ont baissé au cours des derniers mois. Le renforcement de la concurrence devrait continuer à peser dans les mois qui viennent. La baisse des prix du pétrole et celle modérée de la livre laisseraient les prix à la consommation proches de la cible de politique monétaire.

L'industrie manufacturière n'avait pas enregistré de gains de productivité du travail de 1995 à 1998. Depuis le début de 1999, la productivité a accéléré et les gains sont de plus de 4 % depuis un an. Ils sont aussi en augmentation dans l'ensemble de l'économie : 2,5 % en glissement sur un an au deuxième trimestre 2000, soit un peu plus que les 2 % de productivité tendancielle des dix dernières années. Avec un rythme de 2,5 % de productivité, une accélération des salaires nominaux à des rythmes de 5 % ne poserait pas de problèmes aux entreprises. Ce d'autant que dans la période récente, ce sont les rémunérations des secteurs des services, auparavant plus rapides que celles de l'industrie manufacturière, qui ont ralenti (3,5 % en juillet sur un an) tandis que celles du secteur manufacturier étaient à peu près stables (4,7 %). L'amélioration de la productivité, en réduisant les créations d'emplois nécessaires, réduirait aussi les risques de tensions sur le marché du travail. Un effet « nouvelle économie », jusqu'ici masqué par les fluctuations du cycle d'activité, est peut-être à l'œuvre. L'économie britannique, considérée comme proche du plein emploi par le gouvernement et par l'OCDE, a peut-être maintenant une croissance potentielle plus élevée.

La demande privée ralentirait, mais les dépenses publiques prendraient le relais. La politique budgétaire a été restrictive depuis 1997. L'impulsion budgétaire cumulée a été négative de 4,8 points de PIB de 1997 à 1999. Selon le dernier budget 2000, l'impulsion budgétaire serait positive cette année et l'an prochain (0,5 point par an). Les dépenses publiques de consommation et d'investissement ont été faibles et très volatiles dans la période récente selon les comptes nationaux. La mise en place de procédures pluri-annuelles de dépenses limite par ailleurs la visibilité *ex ante* sur les dépenses qui seront effectivement engagées chaque année. Les dépenses de consommation courantes doivent évoluer au même rythme que la croissance, soit 2,5 % par an

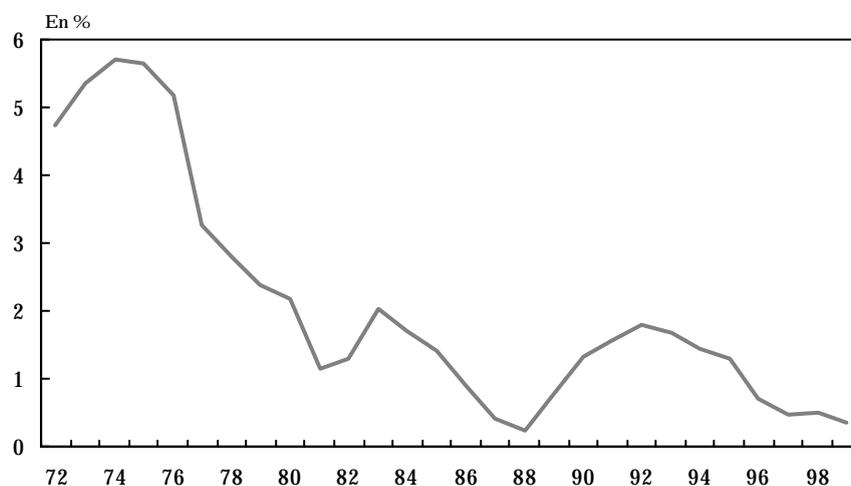
11. On considère ici les entreprises hors celles du secteur pétrolier. Ces dernières ont connu une très forte amélioration de leur profit avec la remontée des prix du pétrole.

en volume à l'horizon 2004. Le plan de dépenses à l'horizon 2004 (*Spending Review* juillet 2000) a confirmé les options du budget 2000. L'accent sera mis sur les dépenses d'éducation et de santé qui augmenteraient de 6 % par an en terme réels à l'horizon de 3 ans. Le budget prévoit une augmentation des investissements des administrations de l'ordre de 20 % par an à l'horizon 2000. L'objectif est de faire doubler l'investissement public net, d'ici 2003-2004, pour qu'il représente 1,8 point de PIB (graphique 21).

Du côté des recettes, qui ont été plus élevées que prévu dans la période récente, les principales mesures entrées en vigueur en 2000 ont été la baisse d'un point du taux d'imposition de base à partir d'avril, une revalorisation du WFTC (*Working Family Tax Credit*, crédit d'impôt pour les familles dont les parents travaillent et ont des enfants de moins de 16 ans), une très faible revalorisation des retraites et la suppression des réductions d'impôts pour les remboursements d'emprunts. L'abattement dont bénéficiaient les couples mariés a été supprimé en avril, s'y substituera un crédit d'impôt pour enfant en avril 2001. La progression de la fiscalité pétrolière a été réduite.

Le salaire minimum horaire doit être relevé de 3,6 à 3,7 livres en octobre. Dans le pré-budget de novembre, le gouvernement pourrait annoncer des baisses d'impôts supplémentaires (élargissement de la tranche à 10 %) et une revalorisation plus décente des retraites. Des allègements de la fiscalité de l'énergie sont réclamés par les routiers, qui avaient levé les barrages à l'entrée des raffineries en attendant des propositions du gouvernement.

#### 21. Part de l'investissement public net dans le PIB au Royaume-Uni



Source : ONS.

La dette publique continue de diminuer. Elle ne représentait plus que 45,7 points de PIB en 1999 (au sens de Maastricht). Elle serait de plus réduite par les versements des licences de téléphones mobiles de troisième génération. Ces paiements se montent à 22,5 milliards de livres en 2000, soit 2,3 points de PIB. 12,4 milliards ont été versés en mai, le restant devant l'être fin septembre. Dans un premier temps, en juin, l'ONS a estimé que ces recettes devaient être considérées comme un loyer versé sur des actifs non reproductibles (comme les terres, par exemple) à répartir sur la durée de vie des licences (20 ans). En juillet, Eurostat a décidé que ces recettes devaient être considérées comme une vente d'actifs, enregistrée pour sa totalité au moment de la naissance de la créance. En août, l'ONS décidait de maintenir sa décision initiale, en espérant convaincre Eurostat. En septembre, l'ONS annonçait que les 10 milliards devant être reçus fin septembre seraient affectés à la réduction de la dette. Si l'ONS se range aux dispositions d'Eurostat, le solde public britannique en sera amélioré de 2,3 points de PIB. Hors effets des recettes UMTS, l'excédent public se réduirait à l'horizon 2001, mais le solde resterait proche de l'équilibre.

La croissance serait proche de 3 % cette année et l'an prochain (tableau 25). La baisse du taux de change effectif de la livre permettrait aux exportateurs de reconstituer une faible partie de leurs marges à l'exportation et de limiter leurs pertes de parts de marché. La contribution du solde extérieur à la croissance cesserait d'être négative. Au-delà du processus de rééquilibrage entre composantes internes et externes de la demande, le fait marquant serait le rééquilibrage entre dépenses privées et publiques. La politique budgétaire aurait un impact expansionniste qui, à l'horizon 2001, ne constituerait pas un risque de surchauffe, dans la mesure où la demande privée ralentirait dans le même temps. Les gains de productivité permettraient d'absorber la hausse des salaires réels. Les créations d'emplois et la baisse du taux de chômage en seraient limitées. L'inflation resterait proche de 2,5 %.

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

En points	1999	2000	2001
Consommation des ménages	2,8	2,3	1,6
Consommation publique	0,6	0,5	0,8
FBCF totale	1,1	0,3	0,8
Exportations de biens et services	1,0	2,5	2,5
Importations de biens et services	- 2,6	- 3,0	- 2,6
Variations de stocks	- 0,7	0,5	0,0
PIB	2,2	3,0	3,1

Sources : ONS (UK output, income and expenditure, 2nd quarter 2000, 27 septembre 2000), prévisions OFCE.

26. Royaume-Uni : résumé des prévisions

	Niveaux 1998 mirds £ 1995	Variations par rapport à la période précédente, en % *															
		1999				2000				2001							
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Dépenses de consommation finale des ménages (1)	509,5	1,6	1,0	0,8	1,5	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	4,0	4,3	3,5	2,4
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	143,1	2,3	-0,1	0,0	0,3	-0,7	2,1	1,5	1,5	0,8	0,8	0,8	0,8	1,1	3,3	2,2	4,5
FBCF	144,9	2,4	1,4	0,0	1,7	-1,0	0,4	0,7	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	10,4	6,0	1,6	4,1
Variations de stocks, en mirds £ 1995	423,0	0,2	-1,5	-0,6	0,4	0,6	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	4,2	-1,3	2,6	2,7
Exportations de biens et services	242,5	-0,8	2,7	5,6	-1,4	2,3	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6	2,6	3,3	7,8	7,4
Importations de biens et services	266,3	2,0	0,2	4,8	2,0	1,2	2,2	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	8,8	7,6	8,4	6,8
PIB	778,0	0,4	0,8	1,0	0,7	0,5	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7	2,6	2,2	3,0	3,1
Solde courant, en points de PIB		-1,5		-0,9		-1,4		-1,4		-1,4		-1,0		0,0	-1,2	-1,4	-1,2

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

## ANNEXE I

## Quelles évolutions des taux d'intérêt aux États-Unis ? \*

Nous présentons ici un cadrage de notre scénario de prévision de politique monétaire aux États-Unis. Nous ferons appel à la règle de Taylor avant de présenter les résultats économétriques de deux estimations de fonctions de réaction.

Taylor (1993) a proposé une règle de politique monétaire américaine ad hoc, portant sur la période 1997-1991<sup>1</sup>, règle qui s'est depuis lors imposée pour juger du caractère restrictif, neutre ou expansionniste de la politique monétaire américaine. Selon cette règle, la Fed fixe ses taux d'intérêt en fonction de l'inflation et de l'évolution de l'activité par rapport à sa tendance.

$$i = 2 + p + 0,5(p - 2) = 0,5e$$

avec :

$i$  : taux des *Fed funds*.

$p$  : inflation mesurée par le taux de croissance du déflateur du PIB en glissement sur un an

$e$  : écart de production en %,  $e = (Y - Y^*)/Y^*$ , avec  $Y$  : PIB en volume et  $Y^*$  : PIB tendanciel, que Taylor estime être sur une tendance de 2,2 %.

Cette règle, qui offre le grand avantage d'être très simple en apparence, pose en pratique un certain nombre de difficultés, bien connues, liées à la mesure des variables explicatives. Ainsi en est-il de la mesure de l'écart de production. Si l'on compare le PIB effectif au potentiel évalué par l'OCDE en juin 2000, l'écart de production était de près de 4 points de PIB au deuxième trimestre dernier. Par contre, l'estimation d'un écart de production selon un filtre HP (en retenant l'hypothèse d'une croissance potentielle de l'ordre de 3,5 % pour les trimestres à venir) indique un écart de production de l'ordre de 1 point. Ces différences d'écarts de production représentent 1,5 point de taux d'intérêt dans la règle de Taylor. Avec un glissement sur an de 2,1 % pour le déflateur du PIB au deuxième trimestre, le taux des *Fed funds* indiqué dans le premier cas est de 6,1, soit un taux proche du taux observé. Il ne serait que de 4,8 dans le deuxième cas. La prise en compte d'indicateurs de prix différents peut aussi amener à des appréciations différentes, notamment comme au cours de la période récente où, poussé par la hausse des prix du pétrole, l'indice des prix à la consommation a accéléré (3,3 % au deuxième trimestre au lieu de 2,1 % un an plus tôt) plus rapidement que l'indice sous-jacent (2,4 % au lieu de 2,1 %).

\* Cette annexe a été rédigée par Catherine Mathieu et Émilie Raynaud, stagiaire à l'OFCE.

1. Taylor John B., 1993 : « Discretion versus policy rules in practice », *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* 39, pp 195-214.

## Deux fonctions de réaction pour prévoir les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis

Nous avons modélisé les taux des bons du Trésor à trois mois, qui diffèrent peu des *Fed Funds*, mais sont moins volatils et offrent des résultats économétriques plus robustes. Dans une première équation, les taux d'intérêt dépendent de l'inflation, mesurée par le déflateur du PIB en glissement sur un an, et de l'activité récente, mesurée par la seule croissance du PIB en volume en glissement sur un an.

L'équation a été estimée sur données trimestrielles, du troisième trimestre 1979 au premier trimestre 2000. Le troisième trimestre 1979 marque l'arrivée de P. Volcker à la tête de la Réserve fédérale et le début d'une inflexion de la politique monétaire américaine vers une lutte accrue contre l'inflation. Une variable muette porte sur la période 1991-1994, pendant laquelle les taux d'intérêt ont été maintenus à de faibles niveaux pour faciliter la résorption de la crise des caisses d'épargne aux États-Unis.

Les résultats de cette équation sont (équation 1) :

$$i_t = 0,53 + 0,62p_t + 0,22y_t + 0,52i_{t-1} + 0,92ID_{1991:t-1994:1}$$

(1,62)    (7,86)    (5,0)    (8,2)    (3,64)

$$SEE = 0,73 \quad \bar{R}^2 = 0,94$$

La Réserve fédérale accorde, selon cette équation, un poids plus élevé à l'inflation qu'à l'activité économique. Le modèle retrace bien l'évolution des taux d'intérêt sur la période (graphique AI.1).

Dans notre prévision (voir partie États-Unis), l'inflation diminue à partir du premier trimestre 2001 (et n'est plus que de 1,8 % à la fin 2001), tandis que le taux de croissance du PIB accuse un net ralentissement pendant toute la période de prévision (jusqu'à 3 % à la fin 2001, graphique AI.2). Ceci implique une baisse des taux d'intérêt de 0,3 point par trimestre jusqu'à la fin 2001. Le modèle surestime les taux de 0,3 point au troisième trimestre 2000 ce qui entraîne une légère surévaluation des taux en début de période de prévision, du fait du caractère autorégressif du modèle.

Une fonction de réaction, plus proche de la règle de Taylor, a également été testée. Elle prend en compte l'inflation, toujours mesurée par le déflateur du PIB, et un écart de production. Ce dernier est mesuré par l'écart du PIB à sa tendance, calculée par filtre HP. Nous avons retenu une équation à correction d'erreurs, avec une cible :

$$i_t = a_0 + a_1 p_t + a_2 y_t \quad \text{et une règle d'évolution :}$$

$$(i_t - i_{t-1}) = b_1 (i_{t-1}^* - i_{t-1}) + b_2 (i_t^* - i_{t-1}^*).$$

Sur la période 1979:3 – 2000:1, on obtient (équation 2) :

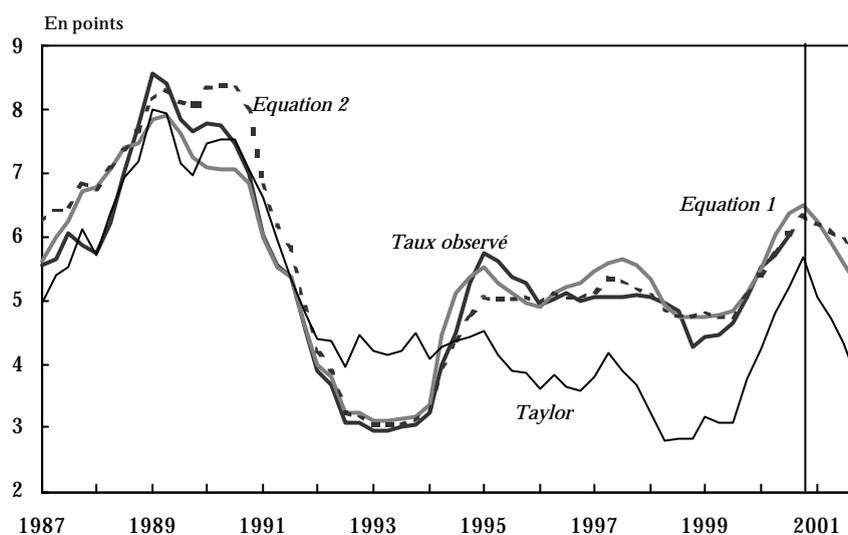
$$(i_t - i_{t-1}) = 0,19 [2,5 + 1,3p_{t-1} + 0,45\tilde{y}_{t-1} - i_{t-1}] \\ + 0,5 [1,3(p_t - p_{t-1}) + 0,45(\tilde{y}_t - \tilde{y}_{t-1})] + 1,0.ID_{1991:1-1994:1} \\ SEE=0,61 \quad \bar{R}^2 = 0,96$$

Ce modèle a une erreur moyenne plus faible que le précédent, mais il présente une inertie plus forte, liée à l'introduction de l'écart de production au lieu du taux de croissance du PIB (graphique AI.1). De fait, si les simulations de l'équation en prévision font bien apparaître une baisse des taux, son ampleur est un peu plus faible qu'avec le modèle précédent. Dans la mesure où la réactivité de la Réserve fédérale s'est accrue ces dernières années, et vu les incertitudes qui entourent les évaluations de croissance potentielle, il est peut-être plus approprié de retenir, dans le cadre de prévisions, un modèle qui où la Banque centrale réagit rapidement.

A titre indicatif, les taux anticipés par les coefficients de la règle de Taylor ont été représentées sur le graphique AI.1. L'écart de production retenu est celui obtenu par un filtre HP. La baisse à l'horizon de la fin 2001 est proche de 1,4 point. Elle est sensiblement la même si l'on retient le potentiel de l'OCDE.

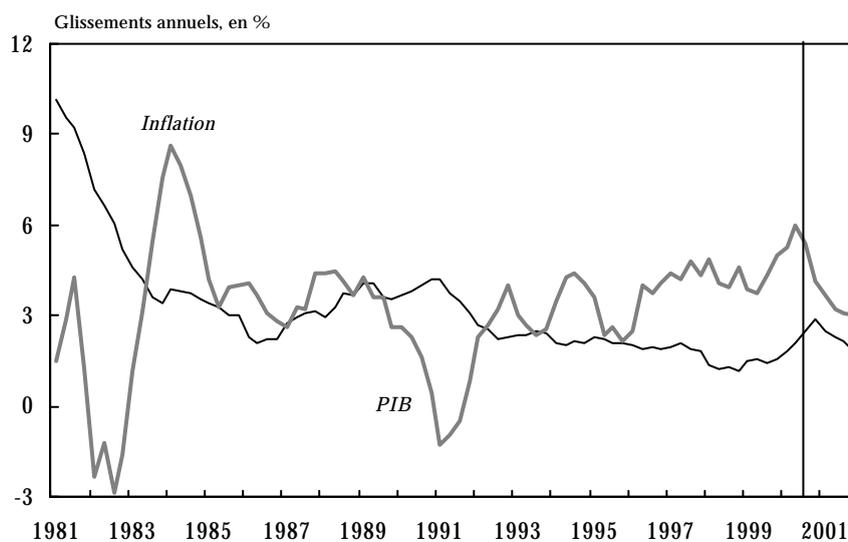
Une baisse d'un point des taux directeurs de la Réserve fédérale semble donc envisageable à l'horizon 2001, compte tenu de nos hypothèses de croissance et d'inflation.

**AI.1 Bons du Trésor à 3 mois, plusieurs estimations**



Sources : Fed, estimations et prévisions OFCE.

**AI.2 PIB et déflateur du PIB aux États-Unis**



Sources : BEA, prévisions OFCE.

## ANNEXE II

## PER et surévaluation boursière aux États-Unis

La Bourse américaine a connu une très forte progression depuis 1995 (tableau, graphiques AII.1 et AII.2). Aussi, les ratios traditionnels d'évaluation du prix des actions s'écartent du niveau moyen enregistré sur le long terme. Cette dérive reflète-t-elle une bulle sur les actifs, un changement des fondamentaux ou une remise en cause des conventions d'évaluation ? L'émergence de la nouvelle économie est souvent évoquée pour expliquer cette rupture. Le prix des actions serait alors le reflet des perspectives de développement exceptionnelles des activités nouvelles de services combinées à une efficacité renforcée des secteurs traditionnels par la diffusion des nouvelles technologies et les changements d'organisation qu'elles induisent.

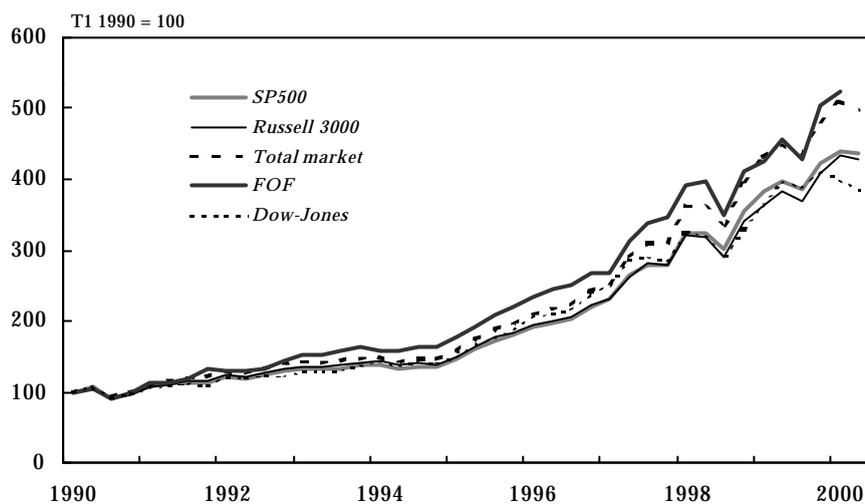
## Performance comparée des indices à la fin décembre 1999

En %

	Poids dans la capitalisation américaine, fin 1999	Progression annuelle sur 10 ans	Progression annuelle sur 5 ans	Progression annuelle sur 3 ans
<b>Indices généraux</b>				
Total des SQS	100,0	17,1	25,2	23,6
Total des SQS résidentes (FOF)	91,1	17,2	25,9	24,1
Wilshire 5000		14,9	24,3	23,0
Russell 3000	~ 78,0	14,9	24,1	22,4
Total market	71,6	16,9	27,0	25,8
S&P500	63,6	15,3	25,5	24,2
Dow Jones industrial	21,8	15,3	24,1	20,0
<b>Indices technologiques</b>				
Nasdaq	27,6	24,4	39,6	44,8
S&P technologiques	19,0	28,2	49,8	53,3
PIB (en valeur)		5,5	5,8	6,2
Profit net des SQS		11,8	7,3	6,9

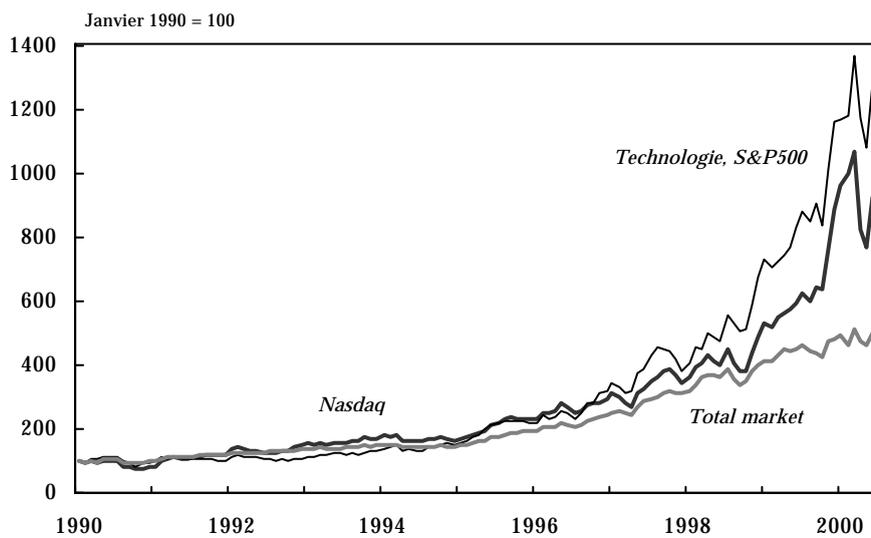
Sources : Datastream, Fed-Flow of Funds, Bureau of Economic Analysis.

**AII.1 Évolution des indices globaux depuis 1990**



Sources : Datastream, Fed-Flow of Funds.

**AII.2 Évolution des indices technologiques**



Source : Datastream.

C'est le PER (ratio entre le cours boursier et les profits) qui est généralement utilisé pour juger du niveau des cours. Les épargnants ont le choix entre un placement sans risque en bons du Trésor, qui rapporte un taux d'intérêt  $r$  et un placement boursier. Comme ce dernier est risqué, il faut qu'à l'équilibre la rentabilité anticipée du placement boursier dépasse celle du placement sans risque d'une certaine prime de risque,  $r$ . Soit  $V_t$  le cours boursier au début de la période  $t$ ,  $D_t$  les dividendes versés au cours de la période,  $P_t$  les profits de l'entreprise au cours de la période. La rentabilité *ex post* du placement boursier sera :

$$p = \frac{(V_{t+1} + D_t)}{V_t}$$

*Ex ante*, on doit donc avoir : .

$$V_t = \frac{(V_{t+1}^a + D_t^a)}{r_t + r}$$

Mais cette formule ne permet pas de déterminer  $V_t$  puisque celui-ci dépend de  $V_{t+1}$  qui lui même dépend de  $D_t$ . Une entreprise qui a de bonnes perspectives de développement peut choisir de réinvestir la totalité de ses profits, sans distribuer de dividendes ; une autre qui est sur un créneau en régression peut choisir de tout distribuer.

Supposons que l'entreprise est dans une phase de maturité. Supposons que son profit est évalué de façon satisfaisante. Sa valeur, après distribution des bénéfices et avant investissement, est égale à la valeur initiale corrigée de l'inflation. La condition d'équilibre s'écrit alors :

$$(1) \quad \frac{P_t}{V_t} = r_t - p_t + r$$

Supposons que l'entreprise en croissance régulière au taux  $g$ , distribue tout ses profits à chaque période, mais émet des titres pour investir. Dans ce cas, sa valeur à la fin de la période sera : mais les actionnaires initiaux n'en posséderont qu'une part de  $1/(1+g)$  de sorte que la même condition d'équilibre s'applique. Si par contre les profits augmentent au taux  $g_p$  tandis que le capital augmente au taux  $g_k$ , la formule devient :

$$(2) \quad \frac{P_t}{V_t} = r_t - p_t + r + g_p - g_k$$

Le PER (le ratio entre la valeur de l'entreprise et son profit) devrait donc être égal à l'inverse de la somme du taux d'intérêt réel et d'une prime de risque. Le point délicat est que cette équation n'est vraie que pour une entreprise en croissance régulière. Imaginons une entreprise qui ne rapporte aucun profit pendant 5 ans, puis qui rapportera régulièrement un profit  $P$ . Sa valeur initiale est :

$$V_0 = \frac{1}{(1+r-p+r)^5} \frac{P_5}{(r-p+r)}$$

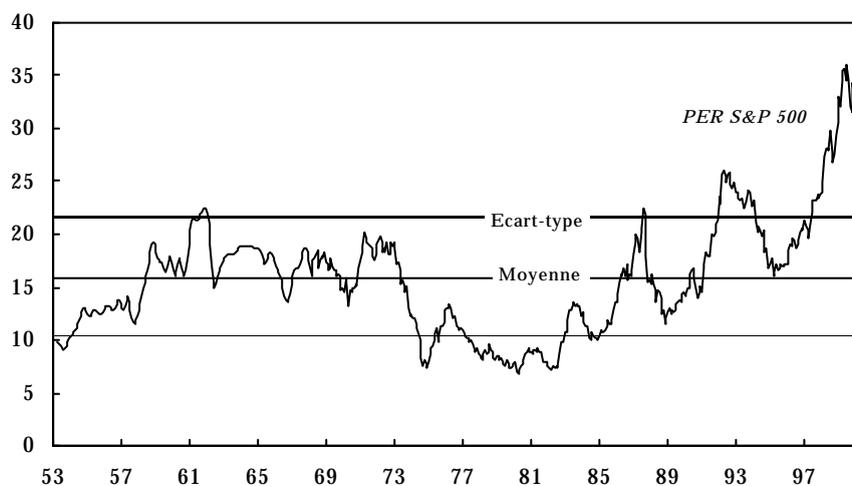
Son PER, mesuré avec le profit courant, est donc infini.

Une forte baisse de l'inverse du PER par rapport au taux d'intérêt réel peut donc s'expliquer : soit par une baisse de la prime de risque (qui pourrait être induite par le développement de la gestion collective ou par une illusion à la Minsky due à l'oubli des facteurs de risque) ; soit par une anticipation de forte hausse des profits futurs ; soit par une surévaluation effective.

Si on considère que jadis le PER normal était de 18 pour un taux d'intérêt réel de 3 points, la prime de risque aurait été de 2,6 %. Un PER de 30 (pour un taux d'intérêt de 3 points) peut signifier une disparition de la prime de risque ou une surévaluation de 40 % ou une anticipation de hausse permanente des profits de 2,2 point l'an de plus que le capital.

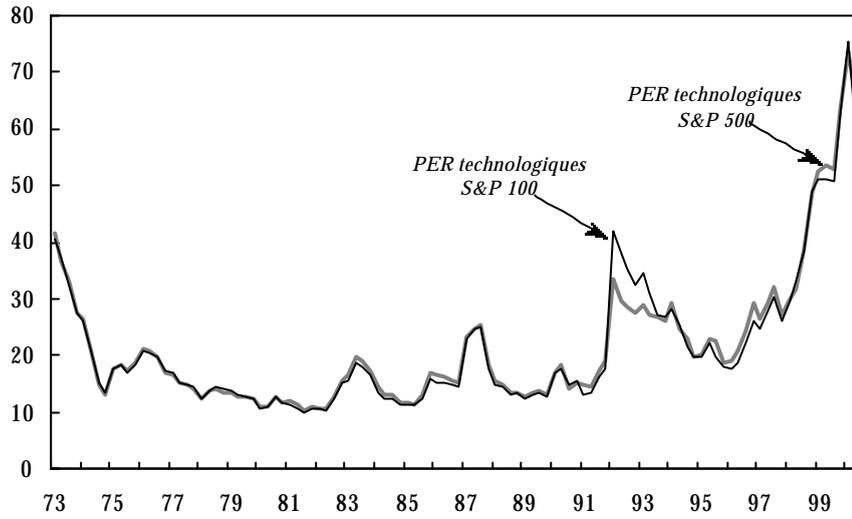
Si on sépare l'économie américaine en un secteur « *nouvelle économie* » et un secteur traditionnel, le PER apparaît extrêmement élevé dans le secteur technologique (graphique AII.3, AII.4 et AII.5), mais on sait que cette mesure n'a pas grand sens pour un secteur en forte croissance. Dans le secteur traditionnel, le PER est à 22 au lieu de 16. Tout dépend alors de l'impact de la nouvelle économie sur le secteur traditionnel. Si on croit à un effet d'éviction, la nouvelle économie aurait dégradé les perspectives de croissance de l'économie traditionnelle et le PER aurait dû diminuer. Si on croit à un effet d'entraînement, la nouvelle économie impulserait une croissance plus vigoureuse dans le secteur traditionnel lui-même.

AII.3 PER S&P500 et PER de l'ensemble de l'économie



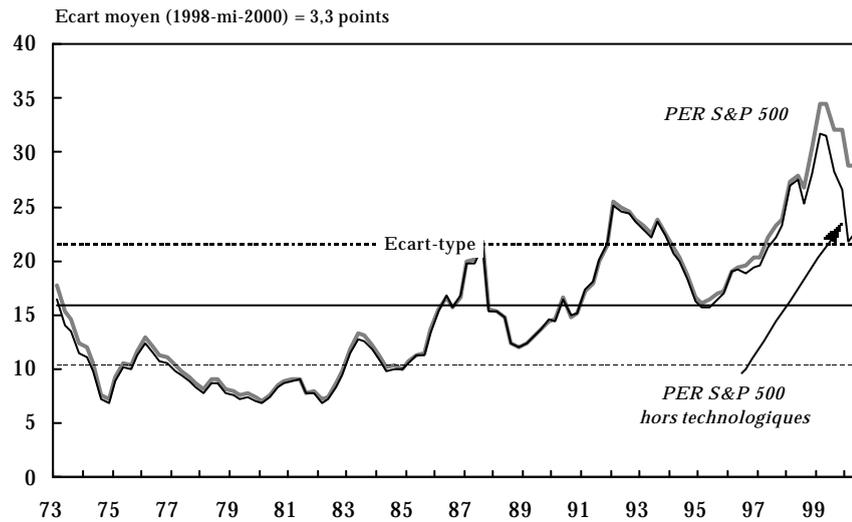
Sources : Datastream, Fed-Flow of Funds, calculs OFCE.

*AII.4 PER du secteur technologique*



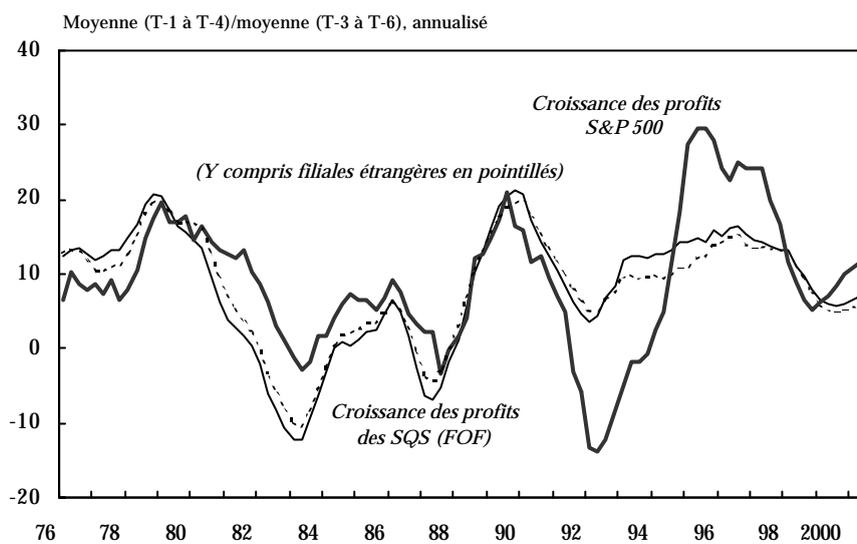
Sources : Datastream, Fed-Flow of Funds, calculs OFCE.

*AII.5 PER du secteur traditionnel*



Sources : Datastream, Fed-Flow of Funds, calculs OFCE.

**AII.6 Croissance sur trois ans des profits des entreprises américaines**



Sources : BEA-NIPA, Fed-Flow of Funds.

### ANNEXE III

#### Croissance et diffusion des technologies de l'information et de la communication : éléments pour une comparaison France/États-Unis \*

Il est tentant de considérer la croissance vertueuse des dix dernières années aux États-Unis comme un cycle long explicable par la diffusion d'un nouveau paradigme technologique induit par les technologies de l'information et de la communication (TIC). Les modèles d'innovations génériques (*General Purpose Technologies*) permettent de comprendre la déconnexion entre l'apparition des innovations et l'élévation du taux de croissance. Dans une période critique, l'innovation est coûteuse en terme de croissance ; elle est suivie par une phase d'accélération lorsque suffisamment de firmes utilisent les nouveaux équipements et lorsque l'apprentissage de la nouvelle technologie est terminé. Les États-Unis pourraient avoir dépassé cette période critique, alors que la France y serait encore.

Deux approches sont possibles pour évaluer l'impact des TIC sur la croissance : un simple calcul de contribution à la croissance ou une évaluation de leur contribution aux gains de productivité. Les calculs de contribution des TIC à la croissance donnent une fourchette assez large, résultant essentiellement des différences de méthodes et dans une moindre mesure des différences de champ et de période couverts. La méthode la plus simple évalue la part de croissance expliquée par la croissance du secteur des TIC, mais elle néglige tous les effets d'éviction ou d'entraînement. Selon elle, les TIC auraient contribué pour 1,3 point par an à la croissance américaine au cours des quatre dernières années, et pour 0,4 point à la croissance française en 1998<sup>1</sup>. Une méthode plus satisfaisante procède de la comptabilité de la croissance : la contribution à la croissance d'un facteur de production s'exprime comme le produit du taux de croissance du stock de capital de ce facteur par sa part de rémunération dans le revenu total, égale au produit du stock de ce facteur par son taux de rendement brut. Les premiers résultats sur données américaines évaluaient ainsi, sur la période 1987-1993, à seulement 0,15 point la contribution à la croissance du matériel informatique<sup>2</sup>. Sur la période 1996-1998, cette contribution serait comprise entre 0,35 et 0,6 point par an selon le taux de rendement brut retenu (37 ou 68 %), et serait de 1,08 point pour l'ensemble des TIC<sup>3</sup>. Pour la

---

\* Cet encadré résume un article de Hélène Baudchon et Olivier Brossard à paraître dans la prochaine revue.

1. US Department of Commerce (2000), INSEE (2000).

2. Sichel (1997).

3. Soit  $R$  le taux de rendement brut,  $r$  le taux de rendement net et  $d$  le taux de dépréciation. Dans le calcul de Sichel (1999),  $R = r + d = 37\%$ , avec  $r = 12\%$  et  $d = 25\%$

France, la contribution des TIC est évaluée à 0,2 point sur l'ensemble de la période 1967-1998 et à 0,3 point sur la période 1995-1998. La contribution du matériel informatique est elle estimée à seulement 0,1 point quelque soit la période retenue <sup>4</sup>.

La contribution des TIC à la croissance est plus forte aux États-Unis qu'en France, et sur les dernières années l'écart ne fait que s'accroître. Ce n'est donc pas uniquement une question de retard « technologique » : cela confirme la plus grande rapidité de diffusion des TIC aux États-Unis, qui s'appuie sur l'importance plus grande des TIC dans la dynamique du capital fixe productif (tableau) et aussi sur un environnement institutionnel plus favorable à l'innovation et plus réceptif aux nouvelles technologies.

*Dépenses d'investissement en TIC en France et aux États-Unis \**

	Part dans l'investissement hors bâtiment, en %				Part dans le PIB, en %			
	1970	1980	1990	1998	1970	1980	1990	1998
<b>France</b>								
Matériels informatiques	3,7	3,6	4,6	5,4	0,3	0,3	0,4	0,4
Logiciels	2,5	3,2	5,2	10,4	0,2	0,2	0,4	0,7
Matériels de communication	6,0	6,3	6,1	7,8	0,5	0,5	0,5	0,6
<b>États-Unis</b>								
Matériels informatiques	4,0	5,5	9,0	10,3	0,3	0,4	0,7	1,0
Logiciels	3,4	4,7	11,7	17,5	0,2	0,4	0,9	1,6
Matériels de communication	9,8	11,3	11,1	9,7	0,6	0,9	0,8	0,9

\* Données en valeur

Sources : tableau 1 de Cette et *alii* (2000), BEA.

Aux États-Unis, le maillon central du caractère vertueux de la croissance est l'accélération des gains de productivité horaire du travail depuis 1995. Dans quelle mesure les TIC contribuent-elles à cette accélération ? Il faut distinguer l'effet sur l'intensité capitaliste et l'effet sur la productivité globale des facteurs (PGF). Pour chacun de ces effets, les études américaines distinguent les gains provenant des secteurs producteurs des gains provenant des secteurs utilisateurs. Il y a consensus sur le fait que les secteurs producteurs dégagent des gains de productivité

(c'est-à-dire que les ordinateurs perdent 25% de leur valeur chaque année). Dans le calcul d'Oliner et Sichel (2000),  $R = r + d - p = 68\%$ .  $r$  est ici un taux de rendement net réel, évalué à 4% ;  $d = 30\%$  et  $p$  un terme reflétant la variation du prix relatif du matériel informatique par rapport au prix du PIB, évaluée à - 34%. La rentabilité d'un investissement doit donc être élevée non seulement pour compenser l'obsolescence rapide de ces matériels mais également pour compenser le fait que d'une année sur l'autre leur prix baisse fortement relativement aux autres équipements.

4. Cette et *alii* (2000).

du travail soutenus par une accélération de la PGF. Le débat porte sur le fait de savoir si les secteurs utilisateurs bénéficient d'une accélération des gains de productivité horaire du travail. Si oui, cela signifie qu'il y a diffusion des effets favorables des TIC. L'enchaînement serait le suivant :

- Gains de productivité du travail et globale dans les secteurs producteurs d'ordinateurs et de semi-conducteurs.
- Baisse du prix de ces équipements.
- Investissements dans ces équipements.
- Mise en place de réseaux de communication grâce à ces investissements et accroissement de l'utilité de ces investissements par la mise en place de l'Internet.
- Baisse des coûts des entreprises appartenant à ce réseau, utilisant ces technologies.
- Diffusion aux autres entreprises qui s'aperçoivent de l'avantage à appartenir à un tel réseau.
- Investissement de ces entreprises dans les TIC, etc.

Reste à savoir ensuite si cette accélération des gains de productivité du travail dans ces secteurs va au-delà de celle engendrée par l'augmentation de l'intensité capitaliste, et donc si une rupture de la PGF au niveau de l'ensemble de l'économie est détectée.

Selon les études américaines les plus récentes, l'accélération des gains de productivité horaire du travail semble durable, soutenue par un processus de diffusion des TIC. Non seulement les secteurs utilisateurs de TIC bénéficieraient d'une accélération des gains de productivité horaire du travail, mais aussi le taux de croissance de la PGF se serait accéléré depuis 1995 et cette accélération ne serait pas limitée aux seuls secteurs producteurs<sup>5</sup>. Les estimations de la contribution des TIC à l'accélération des gains de productivité horaire du travail se situent entre 0,5 et 0,7 point. Une telle diffusion permet d'envisager qu'un pays non producteur de TIC puisse s'engager, comme les États-Unis, dans un cycle de croissance vertueuse.

En France, le recul est encore moins important qu'aux États-Unis. Aucune étude sur données agrégées n'a encore mis en évidence une rupture du trend de la PGF. Le paradoxe de la productivité, à l'origine des débats aux États-Unis, n'existe pas vraiment en France, l'investissement en TIC étant plus récent et les gains de productivité horaire du travail étant brouillés par des problèmes spécifiques (incitation à l'emploi de travailleurs non-qualifiés, baisse de la durée du travail).

L'information sectorielle peut cependant être mobilisée. Nous avons mené une étude économétrique de l'impact des TIC sur la productivité de l'industrie française, divisée en 51 secteurs, de manière à évaluer la part qui revient aux TIC et celle qui revient à d'autres facteurs relatifs

---

5. Malgré les résultats positifs des études les plus récentes, l'absence d'un recul statistique plus grand justifie encore l'emploi du conditionnel.

à l'organisation du travail. Les réponses à l'enquête COI du Sessi (Changements Organisationnels et Informatisation) ont été utilisées. Plusieurs types de régressions ont été effectuées :

— Une première régression en coupe sur l'année 1997 dont le résultat est qu'une augmentation du taux d'utilisation de l'Internet<sup>6</sup> d'un point de pourcentage conduit à une hausse de la productivité en niveau d'environ 0,6 %.

— Une seconde régression en coupe sur l'année 1997 teste l'hypothèse de complémentarité entre réorganisation et informatisation. Les résultats montrent que les secteurs combinant l'usage de l'internet et un recours à l'organisation en centres de profit bénéficient d'une productivité significativement plus élevée.

— Une régression en panel utilise des données pour 1994 et 1997 de manière à avoir des données empilées sectorielles-temporelles. L'impact positif du taux d'utilisation de l'interface informatique est significatif quelque soit la dimension retenue et son coefficient varie peu d'une régression à l'autre.

Ces différentes régressions font ressortir un impact positif des TIC qui semble assez robuste puisqu'il résiste aussi bien à la prise en compte de l'intensité capitalistique et des tensions sur les capacités qu'à l'introduction de variables relatives aux changements organisationnels. C'est lorsque les changements organisationnels et l'informatisation se combinent que la productivité est la plus accrue. Néanmoins, l'impact des TIC existe même en l'absence de réorganisation, ce qui est plus étonnant. La généralisation de la diffusion des TIC devrait donc avoir un impact sensible sur la productivité en France.

---

6. Mesuré par le pourcentage d'entreprises du secteur déclarant utiliser l'Internet pour au moins un des trois usages proposés par l'enquête COI.

## Références bibliographiques

CETTE G., J. MAIRESSE et Y. KOCUGLU, 2000 : « La diffusion des technologies de l'information et de la communication en France : mesure et contribution à la croissance », à paraître dans *Economie et Statistique*, version provisoire datée du 8 juin.

INSEE : *L'économie française 2000-2001* .

OLINER S. D. et D. E.SICHEL, 2000 : *The resurgence of growth in the late 1990s : is information technology the story ?*, disponible sur [www.sf.frb.org/conf2000/papers/resurgence.pdf](http://www.sf.frb.org/conf2000/papers/resurgence.pdf), février.

SICHEL D. E., 1997 : *The computer revolution : an economic perspective* , Brookings Institution Press, Washington.

SICHEL D. E., 1999 : « Computers and aggregate economic growth : un update », *Business Economics*, volume XXXIV, n° 2, avril.

US DEPARTMENT OF COMMERCE, 2000 : *The digital economy*, juin.

*Achévé de rédiger le 13 octobre 2000*