L'été meurtrier

Xavier Timbeau, Eric Heyer, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valerie Chauvin, Gael Dupont, Amel Falah, Thierry Latreille, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, et al.

▶ **To cite this version:**

Xavier Timbeau, Eric Heyer, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valerie Chauvin, et al.. L'été meurtrier : Perspectives 2002-2003 pour l'économie mondiale. Revue de l'OFCE, 2002, 83, pp.27 - 115. 10.3917/reof.083.0027 . hal-03458620

HAL Id: hal-03458620

https://sciencespo.hal.science/hal-03458620

Submitted on 30 Nov 2021

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

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

DOSSIER

PERSPECTIVES 2002-2003

L'ÉTÉ MEURTRIER

Perspectives 2002-2003 pour l'économie mondiale *

Après l'euphorie de l'année 2000 et l'exubérance de la bulle technologique, la croissance de l'économie mondiale a nettement ralenti en 2001, entraînée par une correction de l'investissement, après trop d'investissements insuffisamment rentables et l'accumulation de surcapacités. Bien que la correction de la bulle et des surcapacités semble aujourd'hui presque achevée, les indices boursiers continuent de s'effondrer en raison de l'incertitude et de la défiance généralisées. Cette chute, l'aversion au risque qui en résulte et la dégradation des notations des entreprises pèsent sur le financement de l'investissement. Dans ce contexte morose, le policy mix contra-cyclique américain n'a pas eu les effets escomptés sur l'investissement, mais il a soutenu la consommation des ménages. En revanche, dans la zone euro, les agents n'ont pu compter sur un policy mix aussi favorable. La reprise observée au premier semestre 2002 dans les grands pays industrialisés a manqué de vigueur. 2003 serait une année de croissance molle (1,8 % dans la zone euro et 2 % aux États-Unis), en deçà de la croissance potentielle. La défiance envers les entreprises, la difficulté de la politique monétaire américaine à relancer l'investissement et le manque de réactivité de la politique économique en Europe inhiberaient des anticipations de croissance plus fortes. Il n'y aurait par conséquent pas de motif pour les entreprises à investir vigoureusement.

Le retournement de l'activité au deuxième trimestre 2001 a amené un ajustement de l'emploi qui, compte tenu de délais différents dans les pays, s'est généralisé au début 2002. Dans un contexte où les salaires individuels sont restés maîtrisés, la masse salariale distribuée a ralenti au cours de 2001. La consommation a cependant soutenu la croissance aux États-Unis au premier semestre 2002, portée par le policy mix. En Europe, l'essentiel de la croissance au premier semestre 2002 a été imputable à un ralentissement ou à un arrêt du déstockage. Le policy mix n'a pas été un soutien de l'activité. Par ailleurs, aux États-Unis comme en Europe, on a assisté à une baisse de l'investissement depuis 2001, due à des difficultés de financement des entreprises. Celles-ci s'expliquent par plusieurs

* Cette étude a été réalisée au sein du département analyse et prévision de l'OFCE, par une équipe dirigée par Xavier Timbeau et Eric Heyer et comprenant Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valérie Chauvin, Gaël Dupont, Amel Falah, Thierry Latreille, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Florian Pelgrin, Mathieu Plane, Christine Rifflart et Paola Veroni. A également contribué à l'étude Françoise Charpin.

facteurs. Premièrement, le recul du prix des actifs a augmenté l'aversion pour le risque des investisseurs et des épargnants, qui ont accru la part des actifs liquides dans leur portefeuille au détriment des placements en actions. Deuxièmement, les banques ont été contaminées par cette aversion au risque et, face à l'augmentation du risque de défaut des entreprises, elles ont été plus réticentes à prêter aux entreprises qu'aux ménages.

Face à l'effondrement des marchés boursiers, l'immobilier est apparu comme une valeur refuge. Le dynamisme des prix de l'immobilier est une bonne nouvelle dans la tourmente que connaissent aujourd'hui les prix des actifs. Il a limité la baisse de la richesse nette des ménages aux États-Unis et au Royaume-Uni, et empêché celle-ci en Europe, où le patrimoine financier des ménages est encore peu important.

En Amérique latine, la croissance souffre particulièrement des craintes face au risque financier depuis la crise argentine, qui se doublent aujourd'hui d'une crainte face au risque politique, notamment au Brésil. Au niveau mondial, seuls la zone asiatique et les pays d'Europe de l'Est ont et tireront jusqu'en 2003 leur épingle du jeu. L'Asie du Sud-Est a bénéficié du rebond du marché des semi-conducteurs et de la croissance chinoise, qui attire massivement les investissements directs étrangers. Le Japon, toujours pris dans une spirale déflationniste, voit ses exportations tirées par le dynamisme de ses partenaires, qui constituent son seul moteur de croissance. Les pays d'Europe de l'Est se distinguent aussi dans l'économie mondiale par leur dynamisme. La perspective de l'intégration dans l'Union européenne des pays d'Europe de l'Est leur permet en effet d'attirer des investissements étrangers dans un contexte de forte contraction de ceux-ci au niveau mondial.

Synthèse

La reprise, attendue au printemps 2002, n'a pas eu lieu. Dans la zone euro, la croissance a été décevante ; les indicateurs et les derniers chiffres de comptabilité nationale ne permettent d'anticiper qu'une croissance de 0,7 % pour l'année 2002. Les États-Unis devraient connaître une croissance certes supérieure (2,2 % en 2002), mais en retrait par rapport aux performances de la fin des années 1990. Les tensions géopolitiques, les crises financières en Amérique latine contribuent à ces mauvaises performances. Mais ces événements ne suffisent pas à comprendre ou à expliquer le choc profond qui atteint les entreprises des pays développés.

Après l'euphorie de l'année 2000 et l'exubérance de la bulle technologique, il fallait corriger. Trop d'investissements, certains insuffisamment rentables, ont conduit à l'accumulation de surcapacités dans certains secteurs et de créances douteuses. Aujourd'hui, la correction de la bulle technologique est opérée ou presque. Pourtant les indices boursiers s'effondrent et sont revenus à leur niveau du début de l'année 1997. Rien ne semble pouvoir arrêter leur chute et la défiance envers l'investissement est à son paroxysme. La difficulté de financement pour les entreprises est accrue : pas d'émissions d'actions, moins de crédits bancaires, voire des restrictions bancaires, hausse des taux d'intérêt réels obligataires pour les entreprises privées, dégradation des notations des entreprises qui accroissent le coût du financement. Les difficultés de trésorerie se généralisent et induisent une crise de liquidité pour le moment circonscrite aux entreprises. Elle est néanmoins cumulative du fait des liens interentreprises et du jeu des investisseurs institutionnels. La défiance s'autojustifie et se mesure chaque jour par la baisse des indices boursiers.

Le cœur du système financier, partagé entre les États-Unis et l'Europe, est confronté à la réalisation d'un risque généralisé de défauts. Les instruments financiers de couverture contre le risque permettent aux agents économiques de s'assurer individuellement, mais il n'existe pas de couverture contre le risque macroéconomique. Pour contrer un risque de cette nature qui ressemble étrangement à celui de la crise de 1929, le remède de politique économique, depuis Keynes, est connu : stimulation budgétaire pour limiter l'impact négatif sur la sphère réelle et interrompre les enchaînement cumulatifs ; stimulation monétaire pour faire affluer les liquidités et mettre un terme à la spirale des faillites. La réponse des politiques économiques doit être néanmoins suffisamment rapide.

C'est la politique menée aux États-Unis, et en comparaison avec la conjoncture européenne du premier semestre 2002, le remède semble fonctionner. Cependant, la politique monétaire ne joue pas par

les canaux usuels. Habituellement, les banques sont un tampon du risque, par leur activité de crédit aux entreprises. En cas de défaut généralisé, elles accumulent les mauvaises créances et l'aisance monétaire enclenchée par la baisse des taux d'intérêt à court terme leur procure une facilité de refinancement. Elles peuvent compenser les pertes qu'elles ont accumulées par ailleurs et ainsi, ne transmettent pas à des entreprises saines les difficultés de l'économie. Or, les banques sont de moins en moins l'intermédiaire financier principal. Elles sont par ailleurs de plus en plus couvertes contre le risque, par le biais d'instruments sophistiqués. Au lieu d'être concentré sur quelques agents, et principalement les banques, le risque est disséminé dans toute l'économie, hors de la portée directe de la politique monétaire. La politique monétaire a cependant au moins favorisé le crédit immobilier aux ménages, jugé plus sûr par les banquiers, parce qu'il est hypothécaire. Mais le dynamisme des prix de l'immobilier qui en résulte, en particulier aux États-Unis, peut être le signe d'une future bulle immobilière. Qu'elle éclate, et la crise pourrait s'aggraver.

En Europe, le *policy mix* est dans une orientation toute opposée. La politique monétaire n'est pas accommodante et la politique budgétaire se durcit, au gré des injonctions de la Commission européenne. En terme de croissance, le résultat ne se fait pas attendre et la situation dégradée des entreprises au regard de la productivité du travail et du taux de marge devrait se traduire sur le marché du travail. Ce choix de politique économique est celui de la première moitié des années 1990 et devrait au mieux engendrer une croissance molle. On voit mal quelle institution européenne pourrait mettre un terme à la spirale négative de la défiance des investisseurs.

Les perspectives économiques ne sont pas favorables. Nous n'avons cependant pas retenu le scénario d'une grande dépression, comptant sur la capacité du système économique à surmonter les difficultés actuelles. Le *policy mix* américain contribuera probablement à éviter le pire. Mais, en l'absence d'une réponse véritablement appropriée, le retour d'une croissance soutenue ne pourrait se faire avant la fin de l'année 2003.

La reprise aura fait long feu

En Europe et aux États-Unis, les indicateurs d'activité se sont retournés à la hausse au cours du quatrième trimestre 2001. La reprise de l'industrie a permis le redémarrage du commerce mondial à des rythmes comparables aux précédentes reprises, la demande intérieure américaine au début de 2002 a créé la surprise de par sa vigueur. Cependant, la remontée des indicateurs a été stoppée de façon prématurée à partir du mois d'avril, à des niveaux bien inférieurs aux pics précédents, laissant entrevoir un net ralentissement de la croissance dans la seconde moitié de 2002 en Europe et aux États-Unis.

Des stocks, peu de consommation

Au premier semestre 2002, la croissance en Europe a été largement soutenue par le ralentissement ou l'arrêt même du déstockage (tableau 1). Après une année 2001 de réajustement du niveau de stocks et avec le retournement des anticipations de croissance, les entrepreneurs ont moins puisé dans leurs stocks pour répondre à la demande. Ce mouvement était suggéré par les enquêtes dans l'industrie. Il est inscrit dans les évolutions du PIB de tous les pays, à l'exception de l'Italie, où l'ajustement du niveau des stocks avait déjà été partiellement réalisé en 2001, et de la France [1].

Alors même que la croissance accélérait, le pouvoir d'achat des ménages et la consommation ralentissaient, sauf aux États-Unis, où ils ont été soutenus par des facteurs exceptionnels.

Le retournement de l'activité à partir du deuxième trimestre 2001 a amené un ajustement de l'emploi qui, compte tenu de délais de réaction différents dans les pays, s'est généralisé au début 2002. Dans un contexte où les salaires individuels sont restés maîtrisés, la masse salariale distribuée a ralenti au cours de 2001. Dans ce schéma, la France et les Pays-Bas se distinguent par un retard de l'ajustement. En Italie, l'emploi est resté dynamique, soutenu par la croissance et un ralentissement de la productivité moins marqué en 2001. En Allemagne au contraire, l'ajustement de la masse salariale à la croissance a été quasiment immédiat, du fait des contraintes sur la compétitivité. Cela explique la faiblesse particulière de la croissance allemande.

En Europe, le pouvoir d'achat des ménages a aussi pâti de l'accélération de l'inflation. Celle-ci a été induite par la hausse des cours

1. Les variations de stocks pourraient être révisées à la hausse et l'investissement productif à la baisse avec l'intégration d'un plus grande nombre d'informations conjoncturelles dans les versions ultérieures des comptes (voir sur ce point la partie relative à la France).

du pétrole, celle des produits alimentaires suite aux inondations et par l'impact du passage à l'euro fiduciaire sur les prix.

Aux États-Unis, les ménages ont au contraire bénéficié de la faiblesse de l'inflation, du bas niveau des taux d'intérêt (tableau 2), des baisses d'impôts et du dynamisme des transferts.

Ainsi, à l'exception de l'Espagne, les pays où la consommation a le mieux résisté ont récemment connu une déformation du revenu national en faveur des ménages. La part des profits a diminué jusqu'au début de l'année 2001 aux États-Unis et jusqu'au début 2002 en France. À partir de 2001, en dépit du redressement de la part des profits dans la valeur ajoutée, le revenu des ménages américains a bénéficié de la politique budgétaire. Le cas de l'Espagne est un peu particulier puisque le maintien de la part des profits des entreprises ne s'est pas fait au détriment de l'emploi mais a eu un coût en terme d'inflation, entraînant une détérioration de la compétitivité espagnole.

Correction de l'investissement

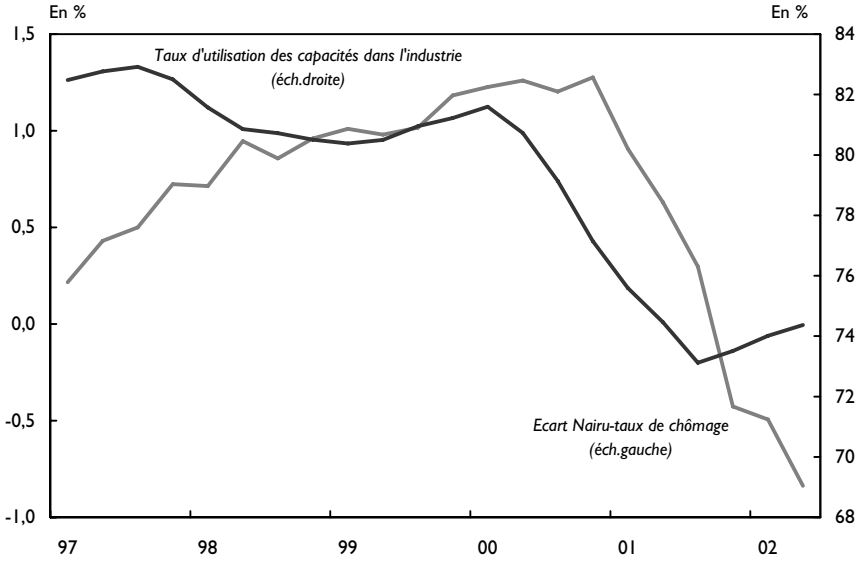
Le ralentissement a entraîné une correction de l'investissement. Du fait d'un effet accélérateur, les révisions à la baisse des anticipations de croissance ont abaissé l'objectif de taux d'investissement. La baisse de ce dernier a été massive dès le début 2001 aux États-Unis (2 points entre le point haut du troisième trimestre 2000 et le second trimestre 2002). Dans la zone euro, la baisse a démarré plus tardivement et été de moindre ampleur (1,2 point entre le point haut du quatrième trimestre 2000 et le second trimestre 2002).

Malgré un ajustement plus fort de l'investissement, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière reste plus dégradé outre-Atlantique que dans la zone euro. Il est aussi inférieur à sa moyenne de long terme, et les perspectives de croissance ne permettront pas une saturation rapide de l'appareil productif.

Le taux de chômage est supérieur au NAIRU aux États-Unis comme dans la zone euro (graphiques 1 et 2). Mais les tensions inflationnistes qui naissaient au début de 2002 se résorbent, avec une inflation sous-jacente qui s'est stabilisée dans la zone euro (2,4 % en glissement annuel depuis le début 2002 [2]), et a ralenti aux États-Unis (2,4 % en août, après 2,6 % en début d'année 2002). La production n'est donc pas contrainte par des tensions sur les facteurs de production.

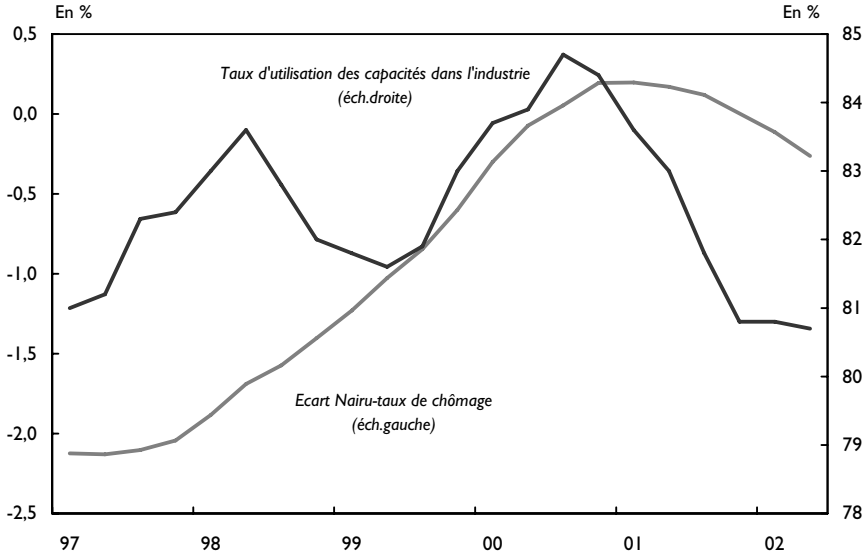
2. Même si les situations nationales restent diverses.

1. Indicateurs de tensions aux États-Unis *



* L'estimation du NAIRU provient de l'OCDE et est faite selon une méthode TV-NAIRU.
Sources : Réserve fédérale, BLS, OCDE.

2. Indicateurs de tensions dans la zone euro *



* L'estimation du NAIRU provient de l'OCDE et est faite selon une méthode TV-NAIRU.
Sources : Eurostat, OCDE.

Deux ilôts de croissance

Au niveau mondial, seuls la zone asiatique et les pays d'Europe de l'Est tirent leur épingle du jeu. En Amérique latine, les craintes des marchés face au risque financier depuis la crise argentine se double aujourd'hui d'une crainte face au risque politique, notamment au Brésil. Ainsi, la crise économique et financière des deux plus grandes économies de la zone a déstabilisé le reste de la région. Le Mexique profite toutefois de l'effet positif de son appartenance à l'ALENA.

L'Asie du Sud-Est a bénéficié du rebond du marché des semi-conducteurs et de la croissance chinoise, qui attire massivement les investissements directs étrangers. Par ailleurs, une certaine autonomie économique de la zone émerge, du fait de l'intégration croissante des pays *via* les investissements croisés entre pays. Le Japon, toujours pris dans une spirale déflationniste, voit ses exportations tirées par le dynamisme de ses partenaires. Elles constituent son seul moteur de croissance.

Les pays d'Europe de l'Est se distinguent aussi dans l'économie mondiale par leur dynamisme. La perspective de l'intégration dans l'Union européenne leur permet en effet d'attirer des investissements étrangers dans un contexte de forte contraction de ceux-ci au niveau mondial.

Ces zones dynamiques ont nettement contribué à la reprise du commerce mondial. Les États-Unis ont aussi participé au mouvement, mais dans une moindre mesure : les fortes importations américaines du début de l'année sont en partie due à une accélération des mouvements en prévision d'une grève des dockers. Enfin, la croissance de la zone euro est venue pour une bonne part de la contribution positive du commerce extérieur due à la faiblesse de sa demande intérieure. Il est à noter que l'impact des baisses passées du dollar ne s'est pas encore fait sentir sur les commerces européen et américain.

1. Contributions à la croissance

En %

		PIB			Consommation privée			Consommation publique			Formation brute de capital[3]			Commerce extérieur		
		S1[2]	S2[2]	A[2]	S1	S2	A	S1	S2	A	S1	S2	A	S1	S2	A
Allemagne	2001	0,6	– 0,4	0,7	0,9	0,0	0,9	0,1	0,0	0,2	– 0,9	– 0,7	– 1,1	0,9	0,9	1,4
	2002	0,3	0,3	0,3	– 0,4	0,2	– 0,4	0,2	0,0	0,2	– 0,6	– 0,5	– 1,2	0,7	– 0,1	1,1
France	2001	0,9	0,2	1,8	0,9	0,7	1,5	0,2	0,3	0,5	0,3	0,0	0,5	0,3	– 0,1	0,2
	2002	0,5	0,7	0,9	0,4	0,4	0,9	0,3	0,3	0,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Italie	2001	1,2	0,0	1,8	0,4	– 0,2	0,7	0,2	0,1	0,4	0,3	0,1	0,5	– 0,1	0,0	0,2
	2002	0,1	0,5	0,4	– 0,1	0,3	– 0,1	0,2	0,1	0,3	– 0,6	– 0,1	– 0,6	– 0,4	0,2	– 0,3
Espagne	2001	1,4	1,3	2,7	0,9	0,7	1,5	0,3	0,2	0,5	0,4	0,1	0,8	– 0,4	0,4	– 0,1
	2002	0,8	1,0	1,9	0,5	0,4	1,0	0,1	0,2	0,3	0,2	0,4	0,4	– 0,2	0,1	0,0
Zone euro	2001	0,9	0,0	1,5	0,8	0,2	1,0	0,2	0,1	0,4	– 0,1	– 0,3	– 0,1	0,3	0,3	0,6
	2002	0,4	0,6	0,7	0,0	0,3	0,3	0,2	0,1	0,4	– 0,3	– 0,1	– 0,5	0,3	0,2	0,6
Etats-Unis[1]	2001	– 0,4	0,1	0,3	0,7	0,9	1,7	0,4	0,3	0,6	– 1,6	– 1,1	– 2,1	0,0	– 0,1	– 0,2
	2002	1,7	0,9	2,2	1,2	0,9	2,1	0,5	0,2	0,7	0,5	0,1	0,0	– 0,5	– 0,3	– 0,7
Japon	2001	0,6	– 1,6	– 0,3	1,1	– 0,1	0,8	0,2	0,2	0,5	– 0,3	– 1,5	– 0,9	– 0,5	– 0,2	– 0,7
	2002	– 0,1	0,7	– 0,6	0,4	0,3	0,5	0,2	0,1	0,3	– 1,4	0,1	– 2,0	0,7	0,2	0,7
Royaume-Uni	2001	1,0	0,6	2,0	1,4	1,4	2,8	0,2	0,5	0,6	– 0,5	0,7	– 0,6	0,1	– 0,5	– 0,7
	2002	0,6	1,0	1,4	1,2	1,0	2,4	0,5	– 0,1	0,7	– 0,6	0,0	– 1,0	– 0,5	0,2	– 0,6

1. Les comptes américains sont à prix chaînés, si bien que la somme des contributions diffère de la croissance du PIB. Le poste « consommation publique » inclut aussi l'investissement public.
2. S1 : premier semestre, S2 : deuxième semestre, A : année.
3. Investissement total et variations de stocks.
Sources : Comptes nationaux, calculs OFCE.

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

	Trimestres												Années		
	2001				2002				2003				2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change[1]															
1 euro =...$	0,92	0,87	0,89	0,90	0,88	0,92	0,98	0,99	1,01	1,02	1,04	1,054	0,90	0,94	1,03
1 $=...yens	118	123	122	124	132	127	119	120	120	120	120	120	121	125	120
1 £ =...euros	1,58	1,63	1,62	1,61	1,63	1,59	1,58	1,58	1,58	1,58	1,58	1,58	1,61	1,59	1,58
Taux d'intérêt à court terme[1]															
Etats-Unis	5,3	4,1	3,3	2,1	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,3	2,6	3,7	1,9	2,2
Japon	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zone euro	4,7	4,6	4,3	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	4,3	3,4	3,4
Royaume-Uni	5,7	5,2	4,9	4,1	4,0	4,1	4,0	4,0	4,0	4,3	4,3	4,5	5,0	4,0	4,2
Taux d'intérêt à long terme[1]															
Etats-Unis	5,1	5,3	5,0	4,8	5,1	5,1	4,3	4,0	4,2	4,5	4,8	5,0	5,0	4,6	4,6
Japon	1,3	1,2	1,3	1,3	1,4	1,3	1,2	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3	1,5
Zone euro	5,0	5,2	5,1	4,8	5,1	5,3	4,7	4,6	4,7	5,0	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9
Royaume-Uni	4,8	5,1	5,0	4,8	5,1	5,2	4,7	4,6	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9	5,0
Prix du pétrole, Brent, en $[1]	25,9	27,1	25,3	19,4	21,0	25,1	26,8	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	24,4	25,2	28,0
Matières premières industrielles [2]	0,6	– 5,2	– 5,7	– 6,4	4,1	2,5	1,0	1,0	1,0	2,0	2,0	2,0	– 9,0	– 2,8	6,0

1. Moyenne sur la période.
2 .Variation par rapport à la période précédente.
Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôt au Japon, EURIBOR pour la zone euro, interbancaire au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans dans la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévisions OFCE.

Comment survivre à la crise financière ?

Les évolutions décrites précédemment ne permettent pas d'expliquer pourquoi l'enchaînement vertueux de la reprise par les stocks vers celle de l'investissement n'a pas eu lieu. Les scénarii de croissance prévoyaient un ralentissement du revenu des ménages, usuel à ce stade du cycle, et compensé en principe par une baisse du taux d'épargne, nécessaire à court terme pour soutenir la consommation. De plus, la modération de la croissance mondiale écarte le risque d'un manque d'épargne au niveau mondial.

Les raisons de la morosité de l'économie réelle actuellement sont plutôt à chercher dans les développements récents de la sphère financière et leur impact sur le comportement des agents.

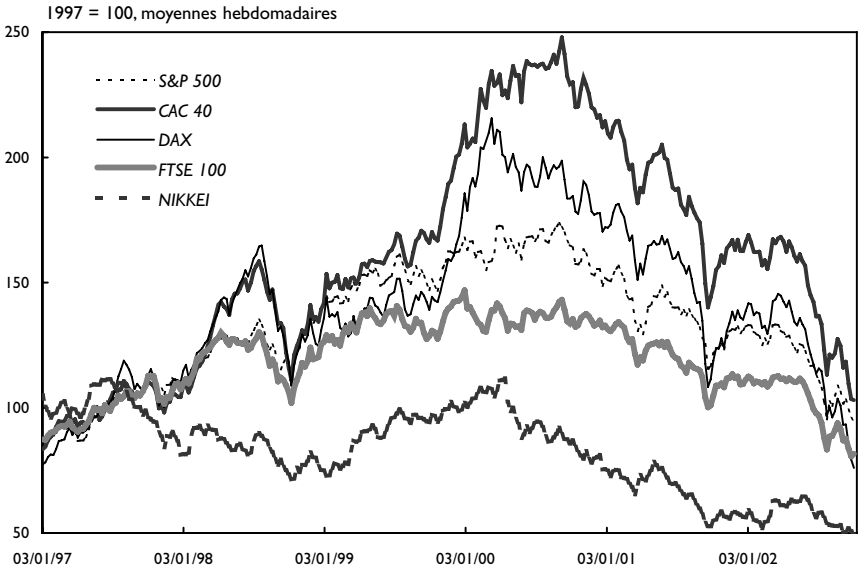
La grande déprime des marchés financiers

Depuis les niveaux records atteints au printemps 2000, les marchés boursiers se sont effondrés. Entre mars 2000 et début octobre 2002, le CAC40 a perdu 55 % de sa valeur, le S&P500 a baissé de l'ordre de 45 % et l'indice composite NASDAQ a enregistré une chute de 75 % (graphique 3). Dans ce contexte, les niveaux des PER (*Price Earning Ratio*) sont revenus à des valeurs de longues périodes alors même que ce ratio avait plus que doublé sur la plupart des marchés boursiers et conduit à des valeurs encore plus grandes pour le secteur des télécommunications. Les causes de cette chute sont aujourd'hui clairement identifiables. D'une part, les marchés financiers ont été confrontés au long mouvement de dégonflement de la bulle sur les valeurs de nouvelles technologies. D'autre part, les perspectives dégradées de croissance ont amplifié les incertitudes sur les marchés boursiers.

Les évolutions des cours boursiers dans la zone euro ont été très similaires à celles observées aux États-Unis mais avec des ampleurs différentes. La baisse des marchés boursiers de la zone euro est plus importante que celle des marchés américains. Plusieurs facteurs viennent l'expliquer. Premièrement, la part du secteur des télécommunications dans la capitalisation boursière est plus élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis. En mai 2000, elle représentait 17,4 % de la capitalisation boursière totale dans la zone euro et 7,5 % aux États-Unis. Or c'est ce secteur qui a enregistré la plus forte baisse, suivi de près par le secteur des assurances et des banques. Deuxièmement, depuis le début 2002, les perspectives de croissance de la zone euro restent faibles et conditionnées à la reprise américaine. Le Royaume-Uni a mieux résisté que les places boursières de la zone euro. Ainsi le FTSE All-share a affiché un recul de 12 % sur un an au deuxième

trimestre 2002. Au Japon, les évolutions des cours des actions affichent une tendance baissière depuis la fin mai après le léger mieux enregistré à la fin du premier trimestre. Les inquiétudes relatives au système bancaire et la publication de données défavorables ont conduit à de fortes fluctuations de l'indice Nikkeï. Récemment, l'annonce de la Banque du Japon de son éventuel rôle d'actionnaire « en dernier ressort » a contribué à accroître l'incertitude sur la situation du secteur bancaire, en révélant l'ampleur de la crise.

3. Indices boursiers



Source : Financial Times.

Le recul du prix des actifs boursiers a également auto-entretenu la hausse de l'aversion pour le risque des investisseurs et des épargnants. Ainsi, les agents ont révisé leurs anticipations de rendement des actifs risqués à la baisse, ce qui les a poussé à augmenter la part des actifs liquides dans leur portefeuille au détriment des placements en actions. On a ainsi constaté une forte demande pour des produits d'épargne. Celà s'est également traduit par une demande accrue de titres de la dette publique aux États-Unis, ce qui a favorisé une forte baisse des taux obligataires (6,7 % en janvier 2000, 3,9 % en septembre 2002).

Une nouvelle étape dans la défiance et l'incertitude des marchés financiers a été franchie à partir du début 2002, avec les révélations entourant la faillite d'Enron, puis celle d'autres grandes sociétés américaines. Aux États-Unis, le regain d'optimisme sur les marchés boursiers en début d'année 2002 a rapidement laissé place à un pessimisme de plus en plus marqué à partir du printemps, et les évolutions des cours

boursiers dans la zone euro ont été très similaires à celles observées aux États-Unis. À ces éléments, il convient aussi d'ajouter la récente crise financière en Argentine et l'incertitude sur le Brésil. Enfin, relativement épargné en 2001, le marché obligataire privé a succombé également en 2002, tant aux États-Unis que dans la zone euro, ce qui s'est traduit par une forte augmentation des primes de risque sur les obligations privées.

Les banques ont également été contaminées par le mouvement général d'aversion au risque. Le recours croissant à des instruments complexes de couverture du risque et la baisse des taux d'intérêt directeurs des banques centrales leur a permis de maintenir leur profitabilité à un niveau assez élevé en 2001 [3]. Dans la zone euro par exemple, les provisions pour risque de défaut de crédits et la réduction des revenus hors intérêt se sont certes soldées par une baisse marquée de la profitabilité des principales banques, mais en 2001, elle était encore nettement supérieure aux niveaux de 1998-1999. Aux États-Unis, la multiplication des crises en Amérique du Sud, les scandales financiers et le surendettement des ménages et des entreprises ont conduit à une certaine dégradation de la profitabilité bancaire, mais les rendements sur fonds propres et le rendement sur l'ensemble des actions des banques restent aussi à des niveaux assez élevés.

Des entreprises prises au piège de l'aversion pour le risque

L'incertitude et la défiance généralisée qui prévalent aujourd'hui sur les marchés financiers ont plusieurs conséquences. En premier lieu, le recul des marchés boursiers agit sur l'activité économique en modifiant le coût du capital des entreprises et en engendrant des pertes patrimoniales importantes sur la richesse des agents. En second lieu, l'aversion générale au risque perturbe les canaux habituels de transmission de la politique monétaire, ce qui, en retour, amplifie les difficultés de financement des entreprises. Si les conséquences de l'augmentation du coût du capital des entreprises se sont déjà faites sentir, il n'en va pas de même pour les ménages, car les effets de richesse sont restés jusqu'à présent marginaux ou ont été masqués dans certains pays par le dynamisme du marché de l'immobilier.

L'incitation à investir sur les marchés financiers est forte si les perspectives de profitabilité et de rentabilité sont attrayantes. Or la situation actuelle est, pour deux raisons, très incertaine. D'abord, la baisse des profits s'est traduite par une dégradation de la rentabilité économique des capitaux depuis 1997, tant aux États-Unis que dans la zone euro. Les quelques éléments disponibles pour 2002 confirment

3. Pour ce qui est des banques européennes, se référer à l'étude parue dans le rapport mensuel de la BCE d'août 2002.

que les conditions de rentabilité des entreprises sont encore assez mauvaises à la mi-2002. Si dans certains grands pays de la zone euro, comme l'Allemagne et l'Italie, la rentabilité économique [4] s'est peu dégradée voire même s'est maintenue jusqu'en 2001, des évolutions plus préoccupantes s'observent par exemple en France et aux Pays-Bas. Ensuite, la nécessité de déprécier les survaleurs (*goodwills*) accumulées lors de la période « d'exubérance irrationnelle » déprime les résultats nets des entreprises, ce qui entraîne une divergence avec les résultats opérationnels.

L'aversion au risque des banques a deux conséquences. D'une part, elle reporte sur d'autres acteurs l'exposition au risque (les assureurs et ré-assureurs par exemple). La diffusion du risque à des acteurs sur lesquels la politique monétaire n'a pas prise accroît le risque de crise systémique. D'autre part, face à l'augmentation du risque de défaut des entreprises, les banques ont été plus réticentes à prêter aux entreprises qu'aux ménages, dont les emprunts hypothécaires ont été favorisés par le bas niveau des taux d'intérêt débiteurs.

Aux États-Unis, tout particulièrement dans les périodes de récession où les crédits bancaires sont rationnés, les entreprises peuvent normalement se reporter sur le marché obligataire à un coût réduit, grâce à la baisse des taux directeurs. Cet effet n'a cependant pas pu jouer pleinement. En effet, les marchés obligataires sont certes restés dynamiques jusqu'à la fin 2001, mais il n'ont bénéficié qu'aux émetteurs de bon *rating*, alors même qu'un nombre croissant d'entreprises voyaient leur notation se dégrader. Sur la première moitié de 2002, l'augmentation de la prime de risque sur les obligations privées et la dégradation des notations des entreprises ont donc pesé fortement sur la profitabilité des entreprises.

Contraintes dans leur accès au financement externe, les entreprises américaines ont révisé à la baisse leurs plans d'investissement dès 2000. L'ajustement s'est accéléré à partir du premier trimestre 2001 et a enclenché la récession américaine. Il a néanmoins aussi permis un redressement assez net du taux d'autofinancement des entreprises. Dans la zone euro on a assisté depuis le début de l'année 2001 à un ralentissement prononcé du financement bancaire des entreprises non financières et de la croissance des émissions de titres de créances. Ce dernier mouvement est essentiellement imputable à la diminution marquée des opérations de fusion-acquisition, au profit des opérations de consolidation et de restructuration de la dette. Dans le même temps, les entreprises de la zone euro ont été confrontées au ralentissement de l'activité économique, à une prime de risque accrue sur les obligations privées, ainsi que, dans certains pays membres, à un accès plus difficile au financement bancaire.

4. Mesurée comme le ratio entre l'excédent net d'exploitation et le stock de capital net au prix de renouvellement.

Des effets de richesse (encore) peu visibles pour les ménages

Alors que la baisse des taux d'intérêt semble impuissante à restaurer la confiance dans les titres financiers et que les anticipations de profits sont encore révisées à la baisse, l'immobilier est considéré comme une valeur refuge. Le dynamisme des prix de l'immobilier est une bonne nouvelle dans la tourmente que connaissent aujourd'hui les prix des actifs hors titres publics. Il a limité la baisse de la richesse brute des ménages aux États-Unis et au Royaume-Uni, empêché celle-ci en Europe : en 2000 et 2001, cette baisse représente 9 et 16 % du revenu disponible brut des ménages aux États-Unis, au Royaume-Uni, sa hausse puis sa baisse ont représenté 32 % et 36 % du RDB respectivement, sa hausse, plus de 10 % en France et en Allemagne lors de ces deux années.

En effet, la sensibilité de la valeur du patrimoine financier des ménages aux variations des actions est très proche en Europe et aux États-Unis (à l'exception notable de l'Allemagne). Cependant, les moins-values représentent des sommes moindres en France et en Espagne car le patrimoine financier des ménages est moins important dans ces pays. En revanche, le patrimoine immobilier représente une part beaucoup plus importante de la richesse des ménages en Europe (entre 40 et 60 % contre 25 % aux États-Unis).

Pas de redémarrage en vue

Dans ce contexte, les éléments pour un redémarrage franc font défaut. Le retour à la croissance potentielle ne peut se faire sans la reprise de l'investissement, qui est englué dans des problèmes de financement qui ne peuvent se résorber que lentement. De plus, la politique budgétaire reste restrictive à l'horizon de la prévision dans la zone euro.

La fin du tunnel pour l'investissement ?

Dans l'hypothèse d'une aggravation des conditions de recours au financement externe par les entreprises, des ajustements conséquents de l'investissement pourraient se produire. Ce scénario n'a cependant pas été retenu.

Quelques signaux positifs sont déjà détectables aux États-Unis. Depuis la fin 2001, les banques déclarant avoir resserré leurs conditions de prêts aux entreprises industrielles et commerciales sont de moins en moins nombreuses. Les efforts pour maîtriser les coûts portent leur fruit, la combinaison de gains de productivité horaire élevés et d'une

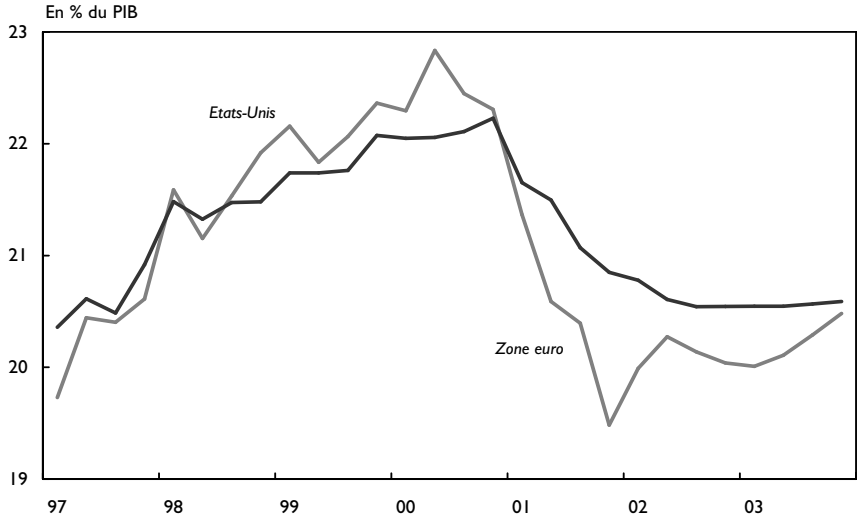
progression contenue de la rémunération horaire réelle permettent aux coûts salariaux unitaires de baisser depuis la mi-2001.

Par ailleurs, les évolutions actuelles sur les marchés financiers laissent penser que la tendance à la surévaluation des actifs par rapport aux fondamentaux de l'économie s'est aujourd'hui inversée. Il y aurait un effet d'*overshooting,* similaire à celui visible lors des crises de change. Le niveau actuel des cours refléterait ainsi peut être le retour à une tendance de long terme effaçant la forte hausse de la fin des années 1990.

Enfin, les premiers effets de l'ajustement de l'investissement productif sur les surcapacités commencent à se faire sentir. Il reste qu'au troisième trimestre 2002, autant dans la zone euro qu'aux États-Unis, les taux d'utilisation des capacités manufacturières sont encore en deçà de leur moyenne de longue période (voir *infra*). L'écart est de 1,1 point par rapport à la moyenne des années 1990 dans la zone euro, il atteint près de 6 points aux États-Unis.

La résorption seulement progressive des problèmes d'offre et les faibles perspectives de croissance se traduiraient par la poursuite de la baisse des taux d'investissement productif jusqu'au premier trimestre 2003. À la fin 2003, les taux d'investissement seraient encore légèrement en deçà de leur niveau atteint au second semestre 2002 dans la zone euro et à peine supérieurs à ce niveau aux États-Unis (graphique 4).

4. Taux d'investissement total aux États-Unis et dans la zone euro *



* En volume, FBCF et variations de stocks.
Sources : BEA, OCDE, Eurostat, prévisions OFCE.

Pas de soutien budgétaire en 2003

Après une année 2002 marquée par une réaction forte de la politique budgétaire américaine (impulsion positive de 2,3 points de PIB), 2003 serait marquée par la neutralité budgétaire. Ainsi, l'économie américaine cesserait d'être sous perfusion budgétaire, mais bénéficierait des conséquences positives des politiques passées.

En revanche, presque tous les pays de la zone euro se lanceraient dans des politiques d'assainissement budgétaire en 2003, les plans annoncés de réduction des déficits étant particulièrement importants en Allemagne, au Portugal et aux Pays-Bas. Ces mesures permettraient de réduire le déficit de la zone euro, qui passerait de 2 à 1,8 % du PIB, dans un contexte de croissance inférieure au potentiel (1,8 % en 2003).

La consommation privée pâtirait du comportement des entreprises par deux canaux. D'une part, les contraintes sur l'investissement limiteraient le rythme de croissance et donc le revenu des ménages. D'autre part, le redressement nécessaire du taux de marge contraindrait les évolutions des revenus salariaux, en France, aux États-Unis et dans une moindre mesure en Italie.

Le taux d'épargne a atteint des niveaux bas dans un nombre important de pays, à l'exception notable de la France. La possibilité de baisse est donc limitée. Nous écartons cependant le risque d'une forte hausse du taux d'épargne, due à une prise de conscience tardive mais brutale des moins-values boursières. En effet, la baisse des cours boursiers a abouti à une diminution de la richesse financière des ménages, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. Mais les ménages possèdent du patrimoine immobilier dont la valeur pourrait continuer de s'apprécier. Leur endettement resterait soutenable par rapport à leur actif. Le ratio patrimoine net sur revenu diminuerait du fait de la progression du revenu, mais resterait à des niveaux élevés. Enfin, l'impact sur la consommation des plus/moins-values sur actions est peu important en Europe continentale, du fait à la fois d'une faible propension à consommer ce type de revenu et de l'importance encore modérée du patrimoine financier.

Croissance molle en 2003

Au total, 2003 serait, aux États-Unis et dans la zone euro, une année de croissance molle (tableau 3), en deçà de la croissance potentielle. La défiance envers les entreprises, la difficulté de la politique monétaire américaine à relancer l'investissement et le manque de réactivité de la politique économique en Europe inhiberaient des anticipations de croissance plus fortes. Il n'y aurait par conséquent pas de motif pour les entreprises à investir vigoureusement.

3. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

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

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 1996.
2. Y compris Turquie.
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE.

Le niveau du pétrole, que nous avons supposé constant à un niveau élevé, serait également un frein à la croissance. Dans ce contexte morose, l'Asie et les pays d'Europe de l'Est offriraient une bouffée d'oxygène, avec des croissances dynamisées soit par une synergie de la zone, soit par les investissements étrangers. La contribution positive des échanges extérieurs à la croissance perdurerait en Europe et serait nulle pour les États-Unis.

Plusieurs risques pourraient encore dégrader notre scénario. Tout d'abord, dans l'hypothèse d'une poursuite de la baisse des Bourses,

une reprise de l'investissement serait irréaliste. De plus, à supposer que le stimulus monétaire déjà en place aux États-Unis, et dans une moindre mesure la relance budgétaire, ne parviennent plus à soutenir la consommation ni à relancer l'investissement, l'économie américaine pourrait être soumise à la déflation. Ce risque vaut aussi pour l'Allemagne, mais pour des raisons différentes. Par ailleurs, le dynamisme des prix de l'immobilier, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni, pourrait être le signe d'une future bulle immobilière. Qu'elle éclate, et la crise pourrait s'aggraver. Enfin, l'existence de risques géopolitiques majeurs, générateurs de tensions sur les prix du pétrole, est susceptible de dégrader encore la confiance (encadré 1).

1. Les marchés n'aiment pas l'incertitude

De 20,2 dollars le baril en février 2002, le prix du pétrole est passé à 25,6 dollars en avril pour arriver à 28,3 dollars en septembre. Cette hausse retrace en grande partie la prise en compte par les spéculateurs des tensions internationales (menace d'une intervention militaire des États-Unis en Irak, conflit israélo-palestinien) qui font craindre, en cas de guerre, un défaut d'approvisionnement des marchés. Début septembre, l'ONU parvenait à faire entrer les négociations dans le cadre multilatéral de l'Organisation et obtenait quelques jours plus tard l'accord de l'Irak pour le retour des inspecteurs de désarmement sur son sol.

Néanmoins, la menace d'une intervention militaire américaine en Irak demeure. Si notre scénario central s'appuie sur une hypothèse de neutralité (pas de conflit, ni dérapage des tensions), un scénario plus pessimiste est probable.

Aussi, en cas de conflit, la crise du Golfe de 1990 est riche d'enseignements sur les comportements des marchés. Rappelons nous :

— le 2 août 1990, les forces irakiennes envahissaient le Koweït. Dès le lendemain, l'ONU réagissait en appelant à un retrait immédiat et inconditionnel de l'Irak. Les jours suivants, la Ligue arabe, et les pays du Conseil de coopération du Golfe condamnaient l'agression irakienne et envoyaient des forces pan-arabes pour protéger l'Arabie saoudite ;

— le 29 novembre, l'ONU lançait un ultimatum à l'Irak, le dépêchant de mettre à exécution sa demande avant le 15 janvier 1991 ;

— le 17 janvier 1991, l'opération « Tempête du désert » commençait. Le conflit dura jusqu'au 28 février, date de retrait des troupes irakiennes du territoire koweïtien.

Les conséquences directes de cette crise sur le marché pétrolier avaient été à l'époque très rapides. Au mois d'août 1990, la production de l'OPEP avait accusé une baisse de plus de 5 mbj du fait du retrait du marché des productions irakienne et koweïtienne mais la compensation par l'Arabie saoudite avait permis de retrouver dès septembre, les niveaux d'approvisionnement antérieurs à l'invasion. Les prix étaient passés de 17,8 dollars en juillet, niveau d'équilibre à cette période, à 26 dollars en août. Ils avaient culminé à 35 dollars en octobre avant de baisser régulièrement : en janvier, pendant l'opération « Tempête du désert », les prix étaient redescendus à 23,2 dollars. En février, ils étaient revenus à 18 dollars.

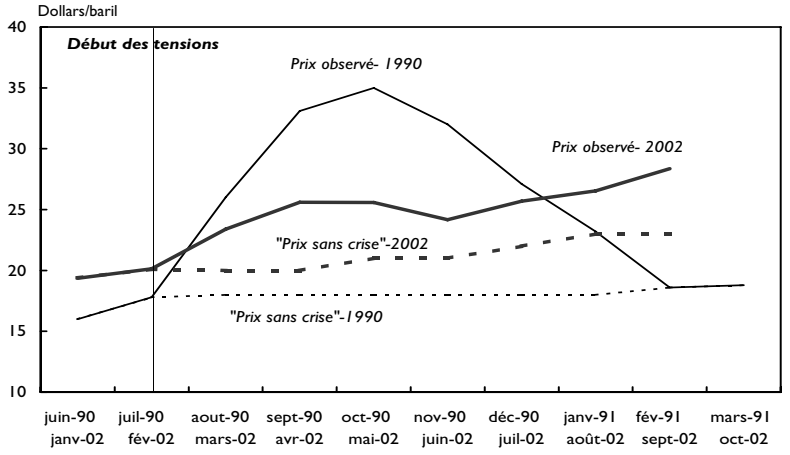
En supposant qu'en l'absence de crise les prix du pétrole se soient maintenus à 18 dollars, la « prime de risque de guerre » (différence entre le prix observé et le prix implicite de référence au cours de la période précédent le conflit) s'était très vite emballée. Elle avait culminé à 17 dollars en octobre. Puis la cohérence dans le règlement du conflit avait permis de renverser les anticipations des spéculateurs avant même le début des attaques. La prime s'était alors détendue : en janvier, la « prime de guerre » était déjà redescendue à 5 dollars.

La comparaison avec la période actuelle montre une évolution très différente : les tensions qui persistent depuis mars ne se sont pas traduites par une forte poussée de la « prime de risque de guerre » mais plutôt par un étalement de celle-ci. Sous l'hypothèse d'un prix implicite qui passe de 20 dollars à 23 dollars en fin de période, la prime aurait atteint un maximum proche de 6 dollars en avril et septembre derniers. La différence par rapport à 1990 peut s'expliquer par le fait que la réaction des marchés au risque de rupture d'approvisionnement peut être un peu plus faible (meilleure gestion du risque), mais probablement aussi que la perception du risque de rupture n'a pas encore atteint son point critique.

Or, à la fin septembre, soit six mois après le début des tensions, l'incertitude demeure : la communauté internationale, et au premier chef les membres de l'ONU, est divisée sur les représailles à l'égard de l'Irak en cas de non respect de la mission des inspecteurs de l'ONU ; les États-Unis maintiennent une forte pression sur l'Irak ; enfin, le ressentiment de la communauté arabe à l'égard des États-Unis est fort.

Or, comme on l'a vu, *ce n'est pas tant le conflit que les marchés craignent que l'absence d'anticipations favorables à la détente*. Aussi, la décision unilatérale d'une attaque américaine ne préfigurerait pas d'un règlement rapide et clair des tensions et donc ne rassurerait pas les marchés. Au cas où l'imminence d'une intervention américaine se faisait sentir, les primes de risque pourraient alors s'élever brusquement pour retrouver les 17 dollars d'octobre 1990, période où l'incertitude des marchés culminait.

*Prix du pétrole et prime de risque**



*Calculée comme l'écart entre le « prix observé » et le « prix sans crise » que nous supposons.
Sources : Financial Times, hypothèses OFCE.

La mise à l'épreuve des *policy mix*

États-Unis : coordination réussie

Que l'on considère une règle de Taylor ou bien un écart des taux d'intérêt à la croissance potentielle nominale, la politique monétaire américaine est expansionniste. Pourtant, elle ne stimule à l'heure actuelle que l'investissement résidentiel (par le biais de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires), la consommation des ménages profitant surtout de la politique budgétaire et l'investissement productif étant toujours en baisse. Le fait que les canaux de transmission de la politique monétaire n'aient pas tous fonctionné jusqu'à présent s'explique par une aversion généralisée au risque. La politique monétaire resterait expansionniste à l'horizon 2003 parce que le niveau d'endettement des ménages, la situation financière des entreprises et les incertitudes sur la solidité de la reprise l'y incitent. À ces éléments, il convient d'ajouter la ré-apparition des *twin deficits* (dans un contexte certes différent des années 1980) et l'existence de risques géopolitiques majeurs générateurs de tensions sur les prix du pétrole et susceptibles de dégrader encore la confiance.

Jusqu'à présent, le *policy mix* a exercé un effet contra-cyclique important, la politique monétaire et la politique budgétaire étant expansionnistes. L'impulsion budgétaire s'est faite en quatre temps, selon un calendrier quasi-parfait par rapport au ralentissement de l'activité et l'entrée en récession en mars 2001. Une première loi a été votée en juin 2001 [5]. Elle visait essentiellement les ménages et s'est d'abord traduite par l'envoi, à l'automne 2001, de chèques de réductions d'impôts aux contribuables éligibles (afin de les faire bénéficier rapidement de l'introduction du nouveau taux de l'IRPP de 10 %). Cette première impulsion a été suivie par le remboursement, au printemps 2002, des trop-perçus (suite à l'introduction effective de la nouvelle tranche). Ces réductions d'impôts sont directement venues renflouer le revenu des ménages. Les 40 milliards de dollars de dépenses d'urgence débloqués par le Congrès dès le 14 septembre 2001 au titre de la reconstruction de New York et de l'effort de guerre ont également contribué à soutenir la croissance. Enfin, une seconde loi a été votée en mars 2002 (encadré 10) [6]. Plus tournée vers les entreprises, elle propose surtout des incitations fiscales à l'investissement.

5. *Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act.*
6. *Job Creation and Worker Assistance Act*, plus communément appelé *Economic stimulus package*.

L'ensemble de ces mesures aboutissent à une impulsion de 0,6 point de PIB en 2001 puis de 2,3 points de PIB en 2002. L'effet conjugué du ralentissement économique entre 2000 et 2001 et les fortes impulsions en 2001 et 2002 expliquent la dégradation du solde budgétaire des administrations publiques, excédentaire de 2,3 % du PIB en 2000, de 0,4 % en 2001 et devenu déficitaire de 1,9 % du PIB en 2002 (tableau 4).

4. Positions budgétaires en Europe et aux États-Unis

Croissance du PIB **En %**	2000	2001	2002	2003	Moyenne 1999 – 2003
Etats-Unis	3,8	0,3	2,2	2,0	2,1
Zone euro	3,5	1,5	0,7	1,8	1,8
Royaume-Uni	3,1	1,9	1,4	2,2	2,1
Solde public (hors UMTS) en % du PIB	2000	2001	2002	2003	Variation 2000 – 2003
Etats-Unis	2,3	0,4	– 1,9	– 2,3	– 4,6
Zone euro	– 0,9	– 1,5	– 2,0	– 1,8	– 0,9
Royaume-Uni	1,6	0,8	– 1,0	– 1,7	– 3,3
Impulsion budgétaire en point de PIB	2000	2001	2002	2003	Moyenne 2000 – 2003
Etats-Unis	– 0,3	0,6	2,3	0,0	0,7
Zone euro	0,5	0,2	– 0,1	– 0,5	0,0
Royaume-Uni	0,1	0,9	1,2	0,7	0,7

Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévisions OFCE.

Même si cette dégradation tient à des mesures assez exceptionnelles, la Réserve fédérale pourrait ne plus faire abstraction du solde public comme pendant les quatres années d'excédents budgétaires (1997-2000). La politique monétaire serait alors resserée en réaction à une politique budgétaire jugée laxiste, conduisant à un *policy mix* en opposition à celui pratiqué jusqu'à présent, et à une politique monétaire mal coordonnée avec la politique budgétaire. Nous n'avons pas retenu ce scénario. Nous supposons que la stratégie du *wait and see* est la plus appropriée car elle laisse un peu de temps pour comprendre la situation actuelle et mieux anticiper les évolutions futures. La Réserve fédérale maintiendrait ainsi le niveau du taux des *Federal Funds* au moins jusqu'au printemps 2003 pour amorcer ensuite une remontée progressive de 25 points de base par trimestre. Les taux longs remonteraient progressivement à 5 % d'ici la fin 2003.

Zone euro : pieds et poings liés par le Pacte de stabilité

Lors de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, la BCE a décidé de laisser son taux minimal de refinancement inchangé à

3,25 %. L'attentisme de la politique monétaire est justifié par la BCE par l'objectif de stabilité des prix à moyen terme, le ralentissement du taux de croissance de M3 et la légère amélioration de l'activité au premier semestre 2002. Mais la faiblesse persistante de l'investissement et le tassement de la consommation combinés au ralentissement de l'inflation et à la hausse de l'euro rendent cette position attentiste de la BCE plutôt restrictive. Dans les prochains mois, la question difficile des déficits budgétaires, les contraintes sur le financement de l'investissement et les perspectives de croissance seront autant d'éléments avec lesquels la BCE devra composer. Mais la confusion et le manque de coordination des politiques budgétaires nationales pourrait justifier le maintien de l'attentisme.

Le respect du Pacte de stabilité implique que les pays, encore en phase de transition vers l'équilibre budgétaire, soient plus contraints pour répondre à une dégradation de l'activité. Une politique procyclique est difficilement acceptable et la règle budgétaire devient de plus en plus difficile à respecter. Bien que l'objectif de l'équilibre en 2004 n'était à l'évidence pas atteignable, la Commission de Bruxelles n'a annoncé son report en 2006 que le 25 septembre dernier. Couplant ce report d'une requête d'amélioration structurelle du solde public, elle rend de fait la politique budgétaire plus restrictive.

Le *policy mix* européen peut être ainsi résumé : une politique monétaire unique axée sur la stabilité des prix de long terme avec un objectif quantitatif défini de façon unilatérale par la BCE ; douze politiques budgétaires nationales mais contraintes par les termes du Traité de Maastricht et du Pacte de stabilité et un budget fédéral quasi-inexistant. L'objectif de ramener l'économie sur son sentier de croissance potentielle n'est pas poursuivi. Dans ce contexte, les pays de la zone euro ont du mal à construire un *policy mix* harmonieux, du fait d'une politique monétaire souvent jugée trop anti-inflationniste par les gouvernements nationaux et de douze politiques budgétaires nationales ayant une marge de manœuvre ténue. Une meilleure coordination serait souhaitable. À l'horizon de la prévision, la politique budgétaire serait un frein important à la croissance, l'impulsion étant de – 0,4 point de PIB dans la zone euro. Dans cette perspective, la BCE maintiendrait son taux de refinancement jusqu'à la fin 2003. Les taux longs remonteraient à 5 %.

Royaume-Uni : un autre exemple de coordination réussie

Après une politique volontaire tout au long de 2001, la Banque d'Angleterre n'a plus modifié son taux directeur, malgré le bas niveau à 4 % de celui-ci. Selon une règle de Taylor, la politique monétaire est au début de l'automne 2002 légèrement restrictive. Les taux longs nominaux sont similaires à ceux de la zone euro et supérieurs à ceux

des États-Unis. Le niveau actuel du taux directeur autorise une marge de manœuvre pour une éventuelle baisse. Le Comité de Politique monétaire semble cependant laisser à la politique budgétaire le soin de soutenir la croissance. Un risque similaire aux États-Unis existe dans l'hypothèse d'une hausse rapide des taux du fait du niveau d'endettement des ménages britanniques et l'importance de l'effet de richesse immobilière. Dans notre scénario, le taux *repo* resterait inchangé jusqu'au printemps 2003 attendant la confirmation de la reprise et remonterait ensuite de 50pb d'ici la fin 2003. Les taux longs adopteraient le même profil que ceux de la zone euro.

L'impulsion budgétaire serait supérieure à 1 point de PIB en 2002 et de 0,7 point en 2003. Le solde public deviendrait déficitaire, d'un peu plus de 1 point de PIB. Au rang des nouvelles mesures qui entreront en vigueur en 2003 figure en particulier une hausse des taux de cotisations sociales destinée à financer l'augmentation des dépenses de santé.

Japon : marge de manœuvre toujours aussi réduite

La capacité des autorités monétaires et budgétaires japonaises à stimuler l'économie est toujours limitée par la déflation dans laquelle est piégée l'économie depuis bientôt quatre ans. Le niveau nul des taux courts, la trappe à liquidité et la mauvaise santé du secteur financier ont réduit à néant l'efficacité de la politique monétaire. Les récentes opérations d'*open market* n'ont eu qu'un effet limité. La baisse des rendements des emprunts publics à 10 ans résulte de la faiblesse persistante du marché boursier, des révisions à la baisse du PIB (suite à une modification de la méthode statistique) et des inquiétudes sur la capitalisation du secteur bancaire. En particulier, la récente annonce de la Banque du Japon d'un éventuel rôle d'actionnaire « en dernier ressort » pour les banques n'a pas eu l'effet escompté et les taux futurs sur les obligations à 10 ans ont enregistré la plus forte baisse depuis deux ans. La Banque du Japon n'augmenterait pas son taux directeur à l'horizon de la prévision. La hausse des taux longs resterait très modeste.

Le déficit public important et la dette galopante limitent les marges de manœuvres budgétaires. Pour l'année 2003, le déficit public devrait s'établir à presque 8 % du PIB et la dette de l'État dépasserait 120 %. Le dernier plan proposé par le gouvernement avalise le renoncement au soutien de la demande. Il se tourne vers des mesures d'offre (incitations à l'investissement) qui risquent fort d'être sans effet.

Commerce mondial : cahin-caha

Le commerce mondial a redémarré au premier trimestre 2002

Après avoir chuté de près de 5 % en volume entre le troisième trimestre 2000 et le quatrième trimestre 2001, les importations mondiales de marchandises ont recommencé à croître au premier trimestre 2002 (tableau 5). La reprise du commerce mondial est venue des pays industriels. Le commerce de marchandises, largement dominé par les échanges de produits industriels, s'est redressé avec la production industrielle (graphique 5). Les importations ont redémarré dans tous les pays industriels, et ce globalement à des rythmes similaires aux phases de reprise des cycles précédents.

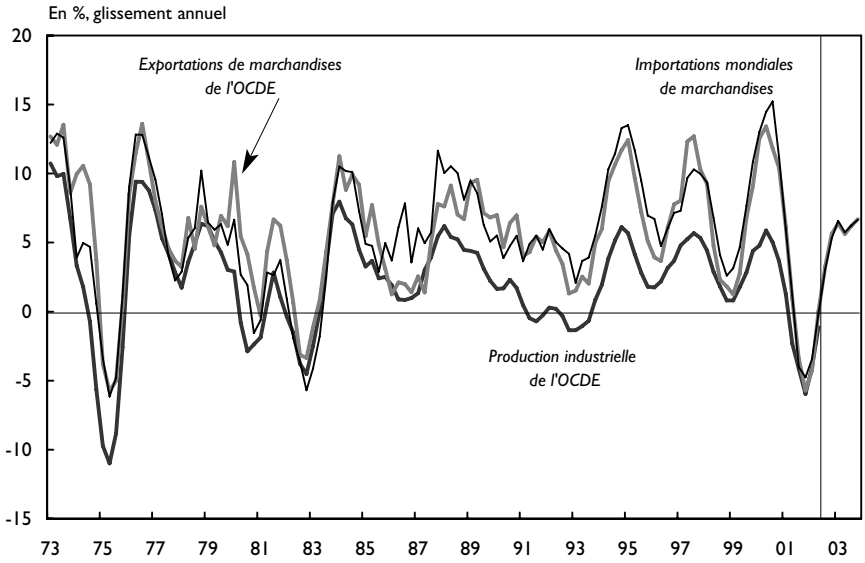
Au premier semestre 2002, les importations nord-américaines, ainsi que celles de pays de poids moins importants dans les échanges — Australie et Nouvelle-Zélande — ont été nettement plus dynamiques que celles de l'Union européenne et du Japon, reflétant une fois encore une vigueur plus soutenue des demandes intérieures dans les pays industriels anglo-saxons bordant l'océan Pacifique. Les importations des pays émergents d'Asie ont suivi le même mouvement. Les importations japonaises n'ont recommencé à croître qu'au deuxième trimestre, la demande intérieure s'étant alors affichée en hausse pour la première fois depuis un an. Les importations européennes n'ont aussi retrouvé des taux de croissance positifs qu'au deuxième trimestre, le redémarrage constaté au premier trimestre dans plusieurs pays (dont la France et le Royaume-Uni) n'ayant pas permis de compenser totalement la poursuite de la baisse des importations en Allemagne et en Italie. Les zones en développement ont connu des fortunes diverses. Les importations d'Amérique latine ont continué de chuter sous l'effet de la crise argentine ainsi que des difficultés économiques du Brésil et des pays voisins. Les autres zones en développement sont restées largement à l'écart des cycles de commerce. Enfin, les importations des pays d'Europe de l'Est se sont engagées dans la voie de la reprise.

5. Importations de marchandises (en volume)

	Part dans le Commerce En 1999	Variations par rapport à la période précédente, en %														
		2001				2002				2003				2001	2002	2003
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Monde	100,0	– 1,2	– 1,0	– 1,9	– 0,8	0,2	2,4	1,3	1,4	1,4	1,6	1,7	1,8	– 0,5	1,2	6,3
Pays industrialisés	70,2	– 1,9	– 1,4	– 2,3	– 0,6	0,1	2,8	1,0	1,1	1,1	1,3	1,5	1,5	– 1,1	1,0	5,4
Union européenne	38,6	– 1,3	– 0,8	– 1,9	– 0,4	– 0,1	1,2	0,7	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,1	0,0	5,1
États– Unis	17,8	– 2,4	– 2,4	– 2,5	– 0,8	0,9	6,5	1,4	1,0	0,8	1,2	1,6	1,7	– 3,3	4,1	6,0
Japon	5,5	– 1,4	– 2,9	– 4,5	– 0,1	– 1,2	2,3	0,8	0,4	0,5	0,7	0,8	0,8	– 2,2	– 2,1	2,9
Autres pays industriels [1]	8,3	– 4,0	– 0,9	– 2,0	– 1,2	0,2	3,0	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	– 6,0	1,4	7,0
PED	29,8	0,5	– 0,2	– 1,1	– 1,2	0,5	1,3	1,9	2,0	2,1	2,1	2,3	2,3	0,8	1,4	8,4
Amérique latine [2]	5,1	– 3,5	– 0,1	– 2,1	– 5,6	– 4,9	– 2,9	– 0,2	0,7	1,9	2,1	2,3	2,4	– 3,0	– 11,9	5,0
Asie	16,7	4,1	– 2,1	0,5	– 2,5	1,2	2,5	2,5	2,4	2,3	2,3	2,5	2,6	0,5	2,7	10,0
Afrique	1,9	– 1,9	3,5	– 5,5	– 0,7	6,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	0,4	5,5	4,9
Moyen-Orient	2,2	– 10,0	9,0	– 1,8	3,0	1,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,2	5,3	3,8
Ex-URSS	1,3	– 15,0	5,9	– 7,6	10,7	0,0	2,2	2,6	2,6	1,9	1,9	1,9	1,9	– 3,6	9,0	8,8
PECO	2,6	6,2	– 1,2	– 1,9	4,4	0,9	1,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,4	2,4	11,5	5,8	9,1

1. Australie, Canada, Islande, Israël, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suisse, Turquie.
2. Y compris Mexique.
Sources : OCDE, sources nationales, estimations et prévisions OFCE.

5. Production industrielle et commerce de marchandises



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

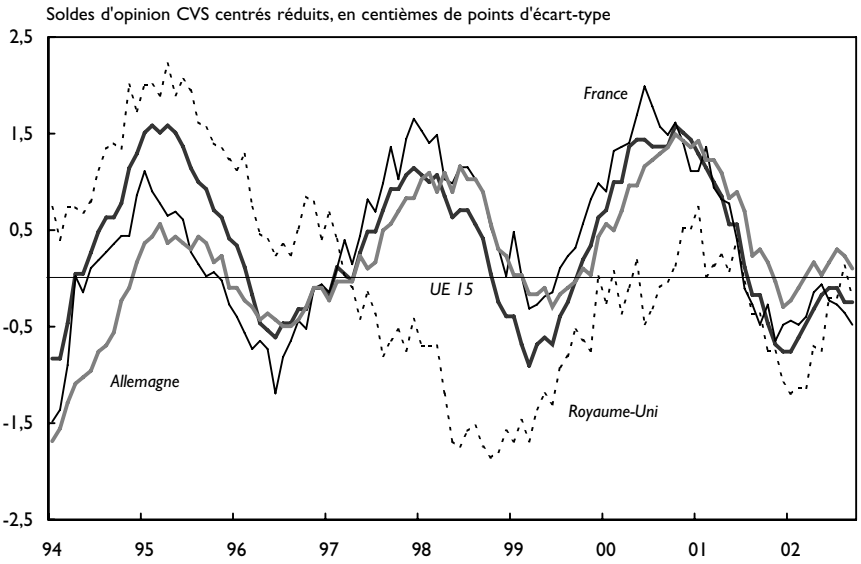
La progression des importations aurait marqué une pause au début de l'été. La hausse des exportations s'est stabilisée à haut niveau dans un certain nombre de pays d'Asie, dont le Japon. Dans l'Union européenne, les opinions des industriels sur les carnets de commandes étrangères, qui s'étaient retournées à la hausse à la fin 2001, ont arrêté de s'améliorer au début de l'été et se sont dégradées depuis (graphique 6).

En l'absence d'une nouvelle vague de produits de hautes technologies, les flux de commerce ne retrouveraient pas à l'horizon de la prévision les rythmes de croissance de 10 à 15 % en volume de la seconde moitié des années 1990, qui représentaient des fluctuations bien plus amplifiées que lors des cycles précédents. Ce mouvement s'était réalisé en même temps que le développement des IDE (encadré 2). Autant en 2000 la croissance des flux de commerce avait atteint des records, autant le repli a été important en 2001. À l'horizon 2003, la progression des importations serait plus modeste, de l'ordre de 6 % en rythme annuel, retrouvant, cahin-caha, les rythmes moyens des cycles précédant le milieu des années 1990, années de plus faible croissance.

La reprise relativement « molle » des échanges commerciaux envisagée dans notre prévision serait toujours tirée par les pays émergents d'Asie. Les pays d'Europe centrale et orientale et l'ex-URSS contribueraient aussi largement à cette reprise, du fait d'une demande

intérieure relativement soutenue. La sortie progressive de récession des pays d'Amérique latine porterait ceux-ci dans le trio de tête des pays d'importations dynamiques en 2003. Les importations seraient ainsi plus rapides dans les zones en voie d'industrialisation ou en développement.

6. Opinions des industriels européens
sur les carnets de commandes étrangères



Source : Commission européenne.

Cette configuration des importations mondiales conduirait à des progressions de marchés extérieurs naturellement favorables aux pays exportant vers l'Asie. Au rang des premiers bénéficiaires se trouveraient le Japon et, parmi les autres grands pays industriels, les États-Unis (tableau 6). Les pays européens seraient *a contrario* moins bien positionnés, du fait de la faiblesse de leurs échanges avec l'Asie et de l'importance des échanges intra-européens. Cependant, l'Allemagne bénéficierait, grâce à sa spécialisation vers les pays d'Europe centrale et de l'Est d'une demande adressée plus soutenue que la France ou le Royaume-Uni. L'Italie serait dans une position intermédiaire. La progression de la demande adressée à la France serait d'ailleurs la plus faible de ces six pays, reflétant le poids particulièrement important de l'Union européenne et surtout de l'Allemagne dans les exportations françaises.

6. Contributions à la progression des demandes adressées (marchandises, en volume)

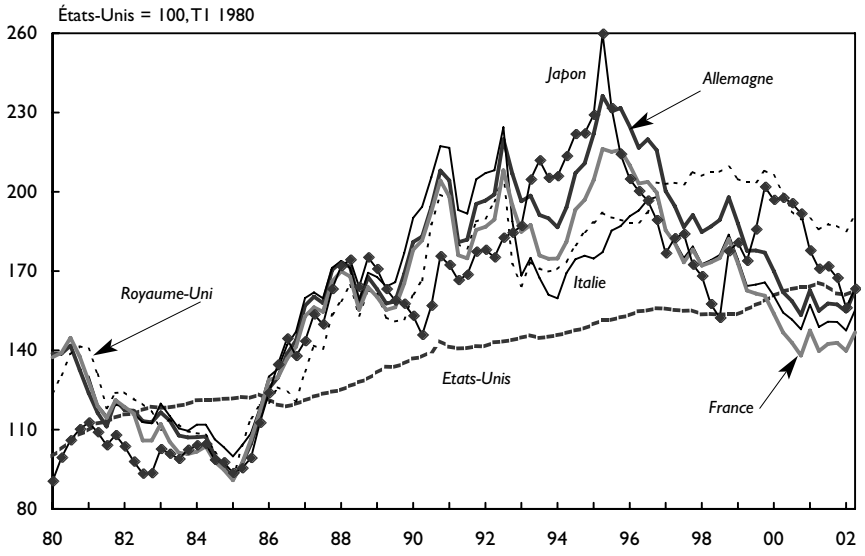
Exportateurs	Demande en provenance de...	Part dans les exportations 1995 (en %)	1995-2000*	2001	2002	2003
				Taux de croissance en %		
France	Total	100,0	8,3	0,5	0,3	5,4
	Alena	6,9	0,9	– 0,3	0,3	0,5
	UE	63,4	5,2	1,0	0,0	3,1
	Japon	2,0	0,1	0,0	0,0	0,1
	Asie	6,9	0,5	0,1	0,2	0,7
	Amérique latine	3,4	0,2	– 0,1	– 0,7	0,1
	Europe de l'Est	2,6	0,3	0,2	0,2	0,3
	Reste du monde	14,8	1,1	– 0,3	0,3	0,7
Allemagne	Total	100,0	8,5	0,8	1,4	6,0
	Alena	8,2	1,0	– 0,3	0,3	0,6
	UE	57,4	4,7	0,7	0,4	2,9
	Japon	2,5	0,1	0,0	0,0	0,1
	Asie	8,1	0,6	0,2	0,3	0,8
	Amérique latine	2,1	0,1	0,0	– 0,3	0,1
	Europe de l'Est	8,5	1,0	0,8	0,6	1,0
	Reste du monde	13,2	1,0	– 0,6	0,1	0,7
Italie	Total	100,0	8,6	0,6	1,0	5,8
	Alena	8,7	1,1	– 0,4	0,4	0,6
	UE	56,6	4,8	0,7	0,1	2,9
	Japon	2,5	0,1	0,0	0,0	0,1
	Asie	7,0	0,5	0,2	0,2	0,7
	Amérique latine	3,4	0,2	– 0,1	– 0,4	0,1
	Europe de l'Est	6,9	0,8	0,7	0,5	0,8
	Reste du monde	15,0	1,1	– 0,5	0,2	0,7
Royaume-Uni	Total	100,0	8,7	– 0,5	1,2	5,6
	Alena	13,6	1,7	– 0,6	0,6	1,0
	UE	57,3	4,9	0,3	0,2	2,9
	Japon	2,7	0,1	– 0,1	– 0,1	0,1
	Asie	8,4	0,6	0,1	0,2	0,7
	Amérique latine	1,7	0,1	0,0	– 0,3	0,0
	Europe de l'Est	2,5	0,3	0,2	0,2	0,3
	Reste du monde	13,9	1,0	– 0,4	0,4	0,7
Etats-Unis	Total	100,0	8,4	– 1,8	– 0,6	6,5
	Alena	27,6	3,2	– 1,6	0,1	2,3
	UE	21,8	1,8	0,3	0,0	1,2
	Japon	11,5	0,6	– 0,2	– 0,2	0,3
	Asie	19,4	1,4	0,2	0,6	1,9
	Amérique latine	9,1	0,5	– 0,2	– 1,6	0,2
	Europe de l'Est	1,1	0,1	0,0	0,1	0,1
	Reste du monde	9,5	0,7	– 0,2	0,4	0,6
Japon	Total	100,0	9,1	– 0,8	2,4	7,7
	Alena	30,1	3,8	– 1,2	1,3	2,1
	UE	15,4	1,3	0,2	0,0	0,8
	Japon	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Asie	43,3	3,3	0,5	1,3	4,2
	Amérique latine	3,5	0,2	– 0,1	– 0,6	0,1
	Europe de l'Est	0,5	0,0	0,0	0,0	0,1
	Reste du monde	7,2	0,5	– 0,1	0,4	0,4

* Taux de croissance moyen annuel.
Sources : OCDE, sources nationales, Chelem, estimations et prévisions OFCE.

Compétitivité-prix : les écarts se resserrent

Les évolutions des prix relatifs des grands pays industriels se sont rapprochées depuis plusieurs années, et les gains des parts de marché semblent pouvoir s'obtenir de moins en moins facilement par des gains de compétitivité-prix. En termes de niveaux de prix de production, le phénomène de convergence apparaît nettement. Les prix des grands pays industriels se retrouvent désormais dans une fourchette beaucoup plus étroite que dans les années 1990 (graphique 7). Les prix des grands pays de la zone euro et japonais sont devenus très proches des prix américains. Seuls les prix du Royaume-Uni restent plus élevés, du fait d'un taux de change surévalué. Au sein de la zone euro, les compétitivités intra-européennes semblent s'être largement figées depuis l'arrivée de la monnaie unique. Ceci est particulièrement visible entre les trois grands pays : l'Italie lutte pour éviter la dérive de sa compétitivité, la France et l'Allemagne campent sur leurs positions. Les pays à inflation plus rapide que la moyenne, et en premier lieu les Pays-Bas, connaissent cependant une dégradation de leurs positions compétitives en Europe. La plupart d'entre eux étaient toutefois entrés dans l'euro avec des positions favorables : soit parce qu'ils avaient auparavant pratiqué des politiques de désinflation compétitive, comme les Pays-Bas, soit parce qu'ils étaient entrés avec un taux de change relativement bas, comme l'Espagne ou l'Irlande.

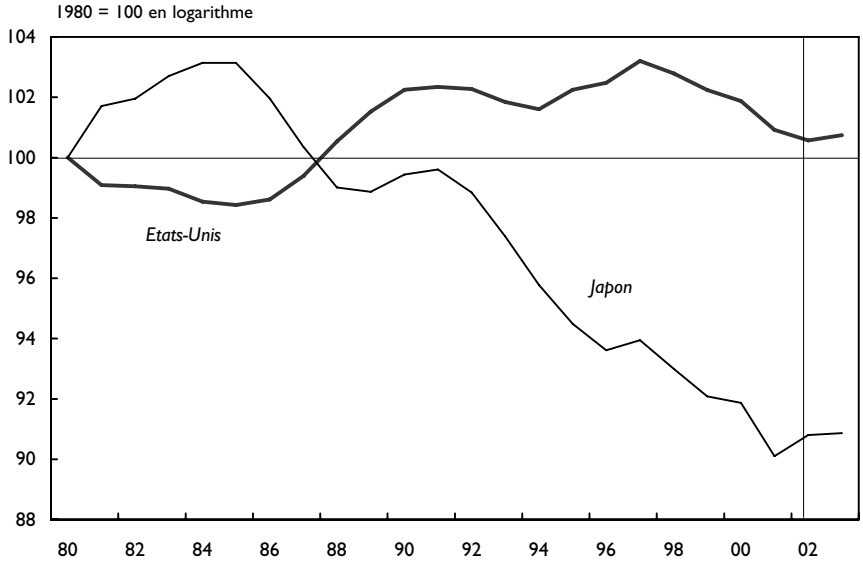
7. Niveaux de prix de production



Sources : OCDE, calculs OFCE.

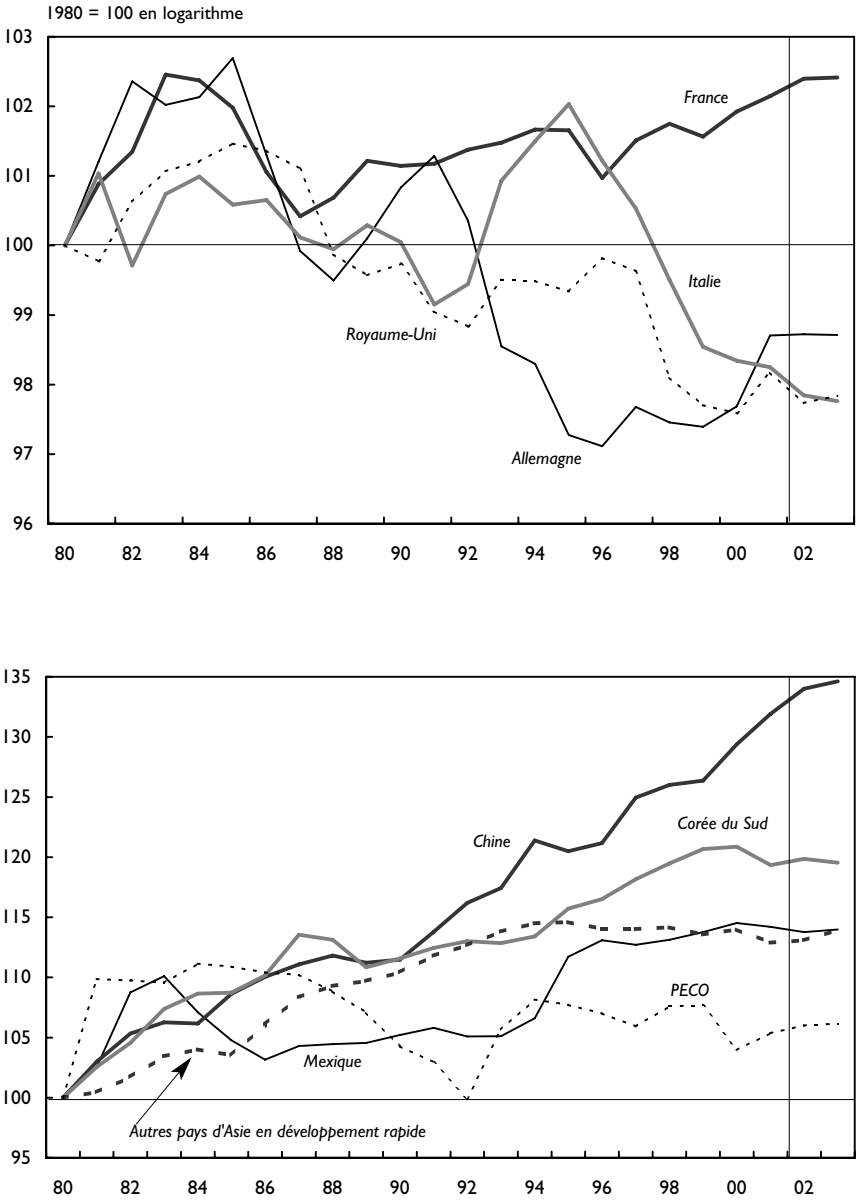
Les faibles variations de taux de change anticipées dans notre prévision, ainsi que des évolutions de prix relativement proches, devraient conduire à peu de modifications des parts de marché à l'horizon 2003 (graphiques 8 et tableau 7). Les États-Unis pourraient cependant bénéficier de légers gains de parts de marché du fait de la baisse récente du dollar, qui jouerait en sens inverse pour les pays de la zone euro. Dans cette dernière, les pays dont la compétitivité-prix se dégrade auraient le plus de mal à préserver leur position (Pays-Bas, Espagne). Les parts de marché seraient stables pour la France et l'Allemagne. Les exportateurs britanniques continueraient à maintenir les leurs, comme c'est le cas depuis deux ans, aidés par l'appréciation récente de l'euro. La stabilité envisagée du yen par rapport au dollar marquerait l'arrêt de gains de parts de marché des exportateurs japonais. Les pays d'Asie en développement restent les principaux gagnants : la Chine continue de connaître des rythmes d'exportations nettement supérieurs à la moyenne. Les pays d'Asie en développement rapide gagnent sur tous les tableaux dans la donne actuelle du commerce : ils sont les mieux placés en termes de spécialisation géographique, ils sont aussi bien positionnés pour bénéficier des reprises industrielles.

8a. Parts de marché



Source : MIMOSA-OFCE.

8b et c. Parts de marché



Source : MIMOSA-OFCE.

7. Exportations et demandes adressées de marchandises (en volume)

		Variations par rapport à la période précédente, en %														
		2001				2002				2003				2001	2002	2003
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
France	Exportations	– 0,2	– 2,9	– 0,3	– 2,5	2,3	1,6	0,9	1,2	1,3	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	5,5
	Demande adressée	– 1,0	– 0,2	– 2,3	– 0,1	– 0,3	1,6	0,9	1,2	1,3	1,4	1,6	1,6	0,5	0,3	5,4
Allemagne	Exportations	0,0	– 0,2	0,8	– 1,4	1,2	– 0,2	1,5	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	5,6	1,5	6,0
	Demande adressée	– 0,4	– 1,0	– 1,8	0,0	0,4	1,6	1,2	1,4	1,4	1,5	1,7	1,7	0,8	1,4	6,0
Italie	Exportations	0,5	– 1,0	– 2,1	0,6	– 2,9	2,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	0,2	– 0,9	5,4
	Demande adressée	– 1,5	– 0,5	– 2,0	– 0,2	0,2	1,6	1,0	1,3	1,4	1,5	1,7	1,7	0,6	0,9	5,8
Royaume– Uni	Exportations	2,1	– 2,4	– 3,3	– 1,4	– 1,5	4,4	1,0	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7	2,3	– 0,8	6,1
	Demande adressée	– 1,2	– 1,2	– 1,9	– 0,3	0,4	1,9	1,1	1,3	1,3	1,4	1,6	1,6	– 0,5	1,2	5,6
États-Unis	Exportations	– 1,6	– 4,3	– 5,0	– 2,0	– 0,9	3,9	1,3	1,6	1,6	1,8	1,9	2,0	– 5,9	– 2,3	7,4
	Demande adressée	– 1,6	– 0,8	– 1,7	– 1,9	– 0,2	1,5	1,2	1,4	1,6	1,7	1,8	1,9	– 1,8	– 0,6	6,5
Japon	Exportations	– 3,7	– 4,5	– 4,4	– 1,9	4,8	6,9	1,0	1,0	1,8	1,8	2,2	2,2	– 8,4	5,7	7,9
	Demande adressée	– 0,2	– 1,5	– 0,9	– 1,7	0,7	3,3	1,7	1,7	1,6	1,8	2,0	2,1	– 0,8	2,3	7,7
Monde	Importations totales	– 1,2	– 1,0	– 1,9	– 0,8	0,2	2,4	1,3	1,4	1,4	1,6	1,7	1,8	– 0,5	1,2	6,3

Sources : OCDE, sources nationales, prévisions OFCE.

2. Retour à la normale des IDE en 2001 ?

En phase avec l'activité mondiale et le commerce international, les investissements directs étrangers ont accusé un net repli en 2001 *. Après plusieurs années d'euphorie (40 % en moyenne par an entre 1996 et 2000), ils ont chuté de 50,7 %, revenant au niveau de 1998. Ce mouvement est à relier à celui des fusions et acquisitions internationales qui ont plongé de 47,5 %. Or, les F&A représentent plus de 80 % des flux d'IDE. Ce repli provient de la réduction de quelques grandes opérations qui ont eu lieu notamment dans le domaine de la finance et des TMT (Technologies-Médias-Télécommunications) et qui avaient été dopées par la dernière vague boursière (anticipations haussière et survalorisation des actifs). Au-delà de l'effet conjoncturel du retournement, l'éclatement de la bulle devrait entamer durablement l'incitation aux grandes opérations, notamment au sein de la Triade UE/États-Unis/Japon. Le retour à des flux d'IDE plus faibles que ceux enregistrés sur le passé récent ne remet pas en cause la tendance de fonds de l'internationalisation croissante de la production, et encore moins de son impact sur le commerce international dans la mesure où une partie des F&A transnationales n'est pas porteuse de flux de marchandises entre pays.

La chute des IDE à l'échelle mondiale en 2001 est concentrée dans les pays développés. Les États-Unis et l'Union Européenne qui représentaient, en 2000, 75 % des flux mondiaux ont réduit leurs investissements à l'étranger de respectivement 30 % et 60 %. À l'inverse, ces deux grands blocs ont accueilli chacun 60 % d'investissements en moins qu'en 2000. Les pays en développement, pris ensemble, s'en sortent mieux puisque les IDE entrants ne baissent que de 14 %. Les entreprises restent cependant très sélectives dans leurs choix : chute des IDE dans les pays en crise (Brésil, Argentine et Hong Kong), progression dans les pays en expansion ou à fort potentiel (Mexique (rachat de la banque Banamex par le groupe Citicorp), Chine et reste de l'Asie en développement). Les PECO (Pologne, République tchèque, Hongrie, Slovaquie) et la Russie maintiennent stables leurs entrées d'IDE : leur part passe de 2 % à 3,7 % des flux mondiaux entre 2000 et 2001.

Le stock d'IDE n'augmente que de 9,4 % en 2001, après 18 % en moyenne sur la période 1996-2000. Il représente actuellement 21,4 % du PIB mondial contre 8,6 % en 1990. La transnationalisation de la production a joué un rôle majeur dans la dynamique du commerce international ces dernières années. Les perspectives à moyen long terme restent largement orientées à la hausse (libéralisation accrue des régimes d'investissements, progrès technique et intensification de la concurrence). Les pays développés concentrent là encore les principaux flux de marchandises (les États-Unis, l'UE et le Japon réalisent 60 % du commerce mondial) mais le dynamisme des exportations en provenance des pays en développement et en transition a permis une hausse sensible de leur présence sur le marché mondial. Cette expansion est tirée en grande partie par le commerce de produits de l'électronique et de l'automobile dont le dynamisme imprime une marque très forte dans l'évolution du commerce global, comme on a pu le constater au cours du dernier cycle.

* CNUCED, *Rapport sur l'investissement dans le monde*, 2002.

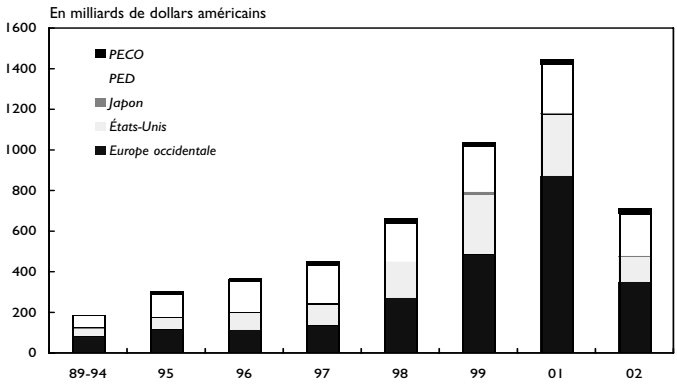
Part des filiales étrangères dans les exportations de certains pays

En %

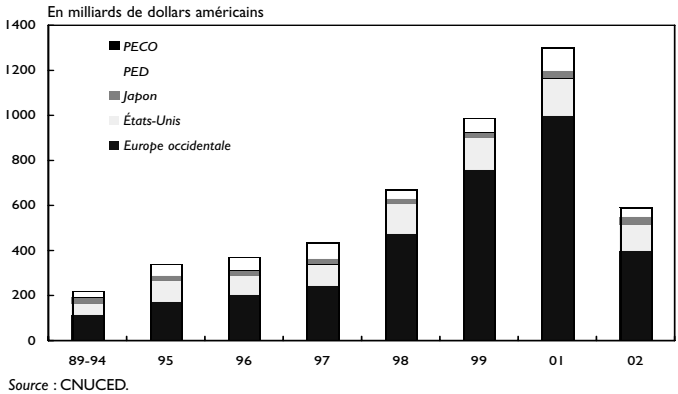
	Année	Ensemble des branches de production
France	1998	21
Japon	1998	4
Etats-Unis	1999	15
Argentine	2000	9
Brésil	2000	21
Chili	2000	28
Mexique	2000	31
Chine	2001	50
Malaisie	1995	45
Taiwan	1994	16
Estonie	2000	60
Pologne	2000	56
Slovénie	1999	26

Source : CNUCED.

Flux mondiaux d'IDE sortants



Flux mondiaux d'IDE entrants



Source : CNUCED.

Entreprises… en crise

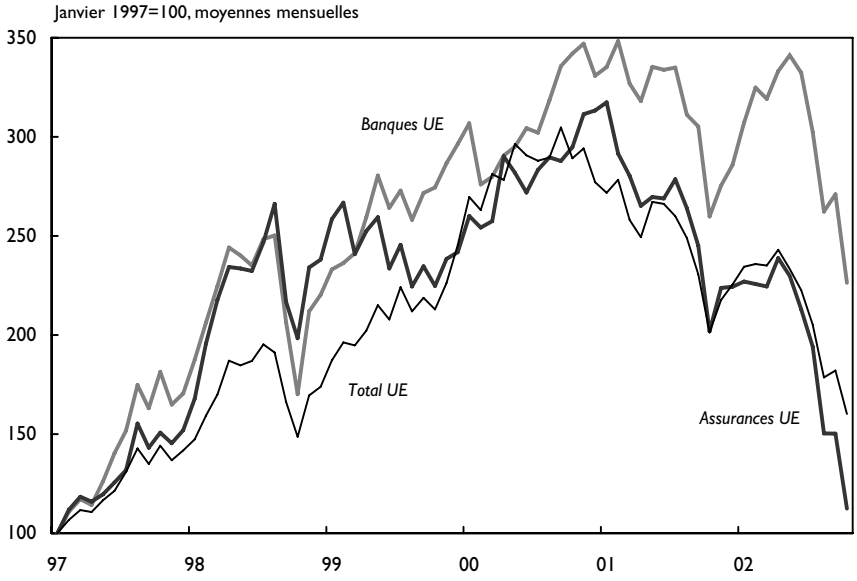
Au delà des écarts qui caractérisent la situation d'un pays à l'autre, un constat général s'impose à la mi-2002 : aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro, les entreprises sont confrontées à de fortes contraintes structurelles, qui ont pesé et pèseront sur l'investissement à l'horizon de la présente prévision. Ces contraintes se manifestent dans une difficulté généralisée de financement, dont l'origine est la crise que connaissent les marchés financiers depuis le printemps 2001.

L'aversion généralisée au risque…

Depuis les niveaux historiques atteints en mars 2000, les marchés boursiers se sont effondrés. Ainsi, le CAC40 a perdu 55 % de sa valeur, le S&P500 a baissé de l'ordre de 45 % et l'indice composite NASDAQ a enregistré une chute de 75 %. Dans ce contexte, les niveaux des PER sont revenus à des valeurs de longue période alors même que ce ratio avait plus que doublé sur la plupart des marchés boursiers et conduit à des valeurs encore plus grandes pour le secteur des télécommunications. Dans un contexte de taux d'intérêt bas, ce niveau des PER reflète un niveau élevé des primes de risque. Les causes de la chute des marchés boursiers sont aujourd'hui clairement identifiables. D'une part, les marchés financiers ont été confrontés au long mouvement de dégonflement de la bulle des nouvelles technologies. Rappelons que si les marchés financiers ont paru surévalués à la fin des années 1990, le paradigme de la « nouvelle économie » incitait les investisseurs à ne pas voir dans les ratios de valorisation ou le prix des actifs des signes de surévaluation. L'ajustement est alors d'autant plus important que les excès passés l'avaient été. En prenant brusquement la mesure de l'aléa moral à offrir trop facilement du financement, les marchés sont devenus excessivement prudents. Ce phénomène est par ailleurs amplifié par le synchronisme de la hausse et de la chute des cours sur les principales places boursières. Ainsi, alors que l'on observe généralement une faible corrélation entre les indices boursiers, les co-mouvements sont plus importants durant les périodes de forte hausse et de forte baisse. Dans le même temps, le degré d'exposition des places boursières à ce retournement dépend de la composition sectorielle et les possibilités de diversification et/ou les mécanismes de soutien de la demande d'actifs financiers. Dans ce contexte, les États-Unis ont mieux résisté que les marchés boursiers de la zone euro. Dans la zone euro, la part du secteur des Telecom dans la capitalisation boursière est plus importante et la baisse des valeurs de ce secteur, comme celui des assurances et des banques, a été plus forte (graphique 9). D'autre part, les perspectives dégradées

de croissance ont amplifié les incertitudes sur les marchés boursiers. En effet, les indices ont connu des vagues de pessimisme et d'optimisme au gré de la publication des indicateurs économiques et notamment des révisions à la baisse de la croissance anticipée.

9. Indices boursiers par secteur dans l'Union européenne

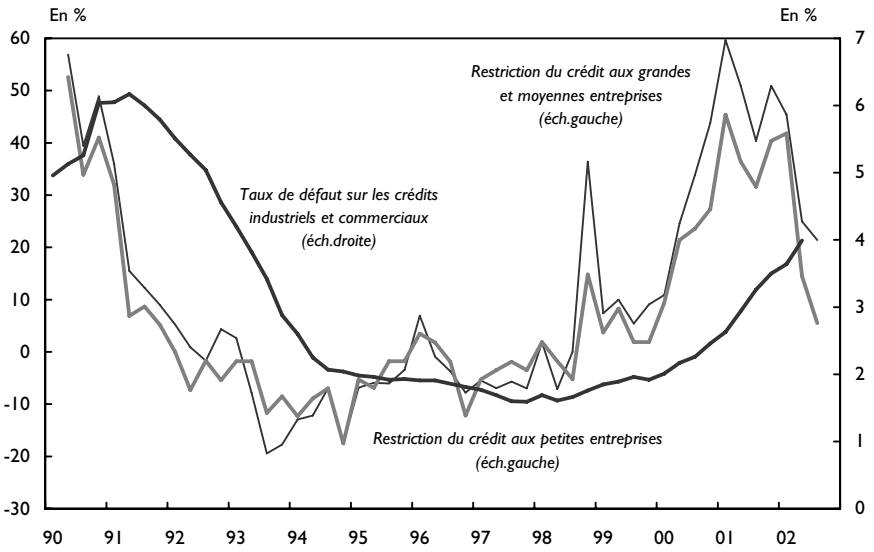


Source : Financial Times.

L'incertitude conjoncturelle conduit les agents à détenir des actifs liquides et plus sûrs et donc à laisser les actions au profit des obligations publiques et des titres monétaires. Le recul du prix des actifs a également entretenu la hausse de l'aversion pour le risque des investisseurs et des épargnants. Ainsi, les agents ont révisé leurs anticipations de rendement des actifs risqués à la baisse. Par ailleurs, ils ont augmenté la part des actifs liquides dans leur portefeuille au détriment des placements en actions. On constate ainsi une forte demande pour des produits d'épargne plus liquides. Ceci se traduit également par une demande accrue de titres de la dette publique aux États-Unis, ce qui a favorisé la forte baisse des taux obligataires.

Le recul des marchés boursiers agit sur l'activité économique en modifiant le coût du capital des entreprises. Ce coût est relativement élevé lorsque le cours du titre d'une entreprise diminue. Dans le même temps, il devient plus difficile pour les entreprises d'émettre des titres à court ou long terme. L'aversion au risque a aussi touché les banques, qui ont durci leurs conditions de crédit aux entreprises à partir du premier trimestre 2000 aux États-Unis (graphique 10).

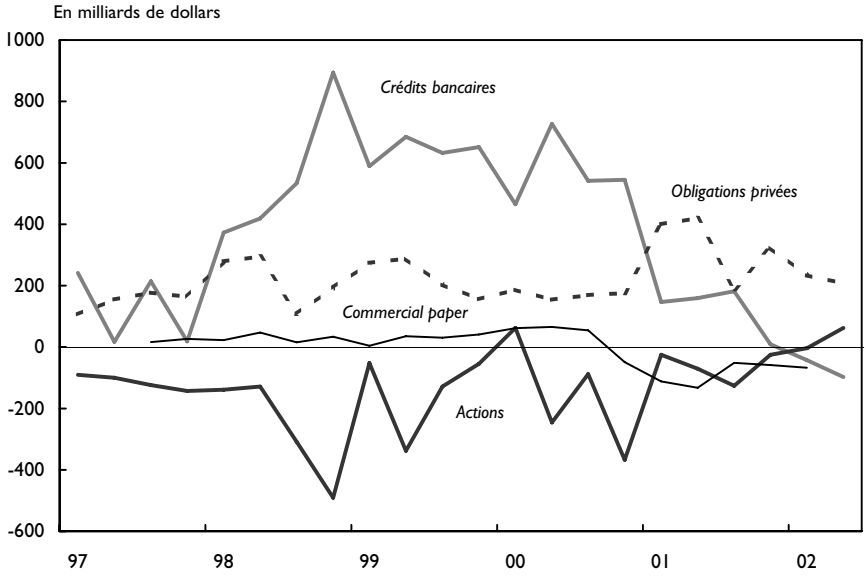
10. Taux de défaut sur les entreprises et restriction sur les crédits *
(banques américaines)



* Pourcentage de banques déclarant avoir resserré leurs conditions de crédit.
Source : Réserve fédérale.

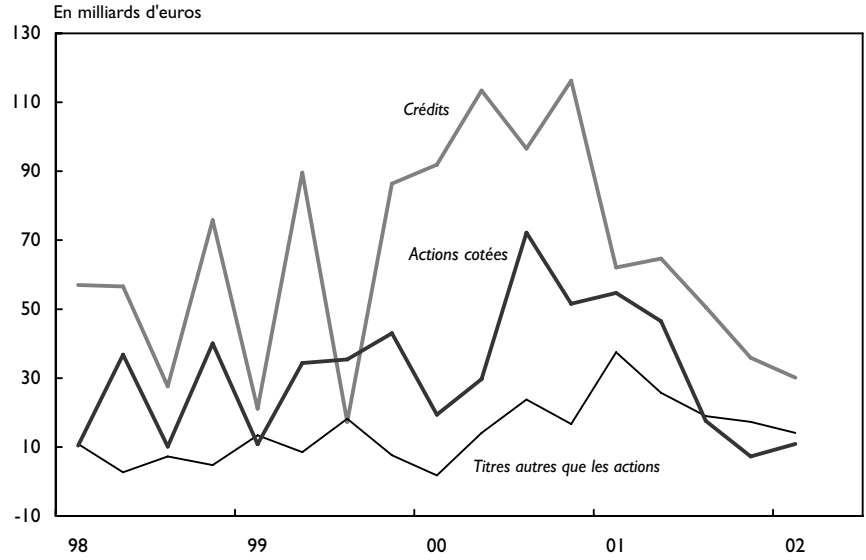
Dès le troisième trimestre 2000, on a donc assisté aux États-Unis à un ralentissement des nouveaux crédits bancaires aux entreprises. En 2001, au ralentissement des crédits est venue se greffer une contraction des émissions de papier commercial (graphique 11). Dans les périodes de récession, où les crédits bancaires sont rationnés, les entreprises peuvent normalement se reporter sur le marché obligataire à un coût réduit, grâce à la baisse des taux directeurs. Cet effet n'a cependant pas pu jouer pleinement en 2001. En effet, les marchés obligataires sont certes restés dynamiques jusqu'à la fin 2001, mais il n'ont bénéficié qu'aux émetteurs de bon *rating*, alors même qu'un nombre croissant d'entreprises voyaient leur notation se dégrader (graphique 13). Contraintes dans leur accès au financement externe, les entreprises américaines ont fortement révisé à la baisse leurs plans d'investissement dès 2000, et surtout en 2001. Ce mécanisme a contribué à enclencher la récession américaine, mais il a néanmoins aussi permis un redressement assez net du taux d'autofinancement en 2001 (graphique 14).

11. Variation nette des engagements des entreprises non financières aux États-Unis



Source : Réserve fédérale.

12. Variation nette des engagements des entreprises non financières dans la zone euro



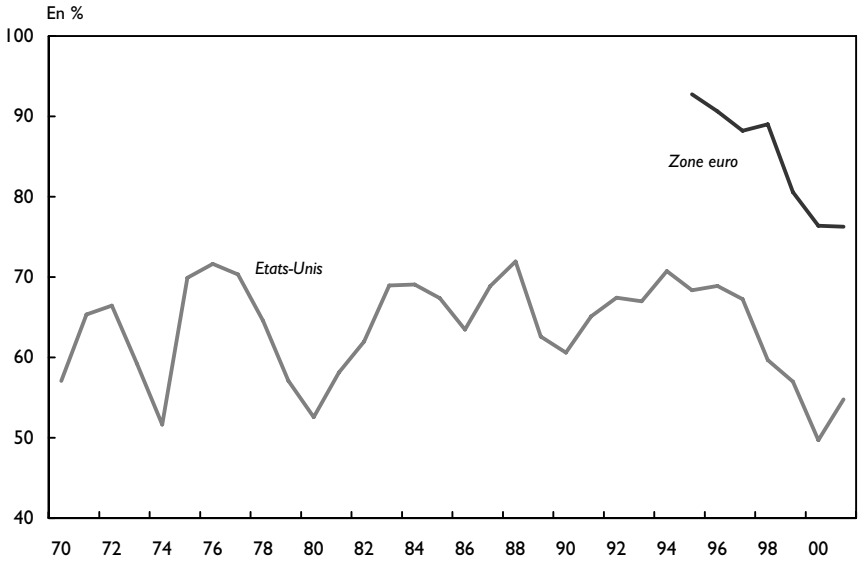
Source : Banque centrale européenne.

Dans la zone euro, le financement bancaire et la croissance des émissions de titres affichent un ralentissement prononcé depuis le début 2001 (graphique 12). Le ralentissement a été d'autant plus marqué que la hausse des prêts avait été accentuée par les achats de licences UMTS à l'automne 2000. Mais d'autres facteurs ont joué. La hausse très importante des flux nets d'engagements des sociétés non financières constatée entre 1995 et 2000 (7,9 % du PIB en 1998, 15,8 % en 2000) a été le reflet d'une baisse prononcée du taux d'autofinancement des entreprises (graphique 14) ainsi que des importants placements financiers liés aux mouvements de fusions-acquisitions, qui se sont accentués en 2000. La chute des marchés boursiers a entraîné un net ralentissement des acquisitions d'entreprises en 2001. Ces opérations ont laissé place début 2001 à des opérations de consolidation et de restructuration de la dette. Dans le même temps, les entreprises de la zone euro ont été confrontées au ralentissement de l'activité économique, à une prime de risque accrue sur les obligations privées, ainsi que, dans certains pays, à un accès plus difficile au financement bancaire.

13. Notation des entreprises *

* Pourcentage des entreprises dont la notation a été améliorée moins pourcentage des entreprises dont la notation a été dégradée.
Source : Moody's.

14. Taux d'autofinancement des sociétés non financières



Sources : BEA, Banque centrale européenne.

… s'est accentuée sur la première moitié 2002…

Une nouvelle étape dans la défiance et l'incertitude des marchés financiers a été franchie à partir du début 2002, avec les révélations entourant la faillite d'Enron, puis celle d'autres grandes sociétés américaines (encadré 3).

3. *Corporate governance* et marchés financiers aux États-Unis

La baisse des Bourses américaines, amorcée au printemps 2000 et initialement anticipée comme pouvant se faire en douceur, a laissé place à un véritable dévissage des cours à partir du début 2002. Entre le pic atteint en moyenne en mars 2000 et la fin 2001, le S&P500 a perdu 20 %, mais entre les premiers jours de 2002 et début octobre, il a perdu 32 %. Au long mouvement de dégonflement de la bulle sur les valeurs de TIC se sont ajoutées la dégradation des perspectives de croissance et la remise en question du modèle américain de *corporate governance* suite aux révélations entourant la faillite en décembre 2001 de l'entreprise Enron, puis celles d'autres grandes sociétés. Cette chute n'a été stoppée ni par les premières initiatives des instances de surveillance des professions financières ni par l'appel du 9 juillet 2002 du président Bush à un retour à une « éthique calviniste des affaires ». En revanche, le vote de la loi Sarbanes-Oxley, le 30 juillet 2002, a, au moins pendant un mois, permis une certaine

accalmie. Entre le point bas de juillet et la fin août 2002, le S&P500 a quand même progressé de 21 % et le NASDAQ de 9 %. Cette accalmie a néanmoins été de courte durée puisque depuis la fin août le S&P500, tout comme le NASDAQ, ont baissé de 17 %. Le 7 octobre, les indices boursiers ont même atteint un nouveau point bas, retrouvant leur niveau du début 1997. De ce point de vue, la bulle a ainsi quasiment été effacée. L'interprétation optimiste fin août que les effets de la crise de confiance s'estompaient s'est donc révélée largement prématurée. Les marchés ne se laissent plus leurer par des déclarations d'intentions ou par des discours moralisateurs. Ils sont en attente de chiffres en lesquels ils peuvent avoir confiance, et surtout de la preuve que ces chiffres sont orientés à la hausse. Les doutes macroéconomiques sont revenus au premier plan, remplaçant les soupçons de manipulation de comptes.

La faillite d'Enron, puis celle de WorldCom en juillet 2002, ont terni la réputation de transparence et de divulgation de l'information des sociétés américaines, et avec elle la possibilité d'une anticipation fiable des résultats des sociétés. La difficile évaluation des profits des sociétés n'est pas vraiment un phénomène nouveau : l'utilisation accrue des *stocks options* avait déjà introduit un biais, puisque, en comptabilité financière, les profits ne sont pas affectés par l'exercice des options. Mais Enron, tout comme WorldCom, sont allés beaucoup plus loin dans la manipulation de leurs comptes, tout en étant des cas très particuliers. Ces faillites mettent le doigt sur l'efficacité du système de *corporate governance*, c'est-à-dire sur les relations entre la direction de l'entreprise et les actionnaires, majoritaires comme minoritaires. En théorie, un tel système constitue une garantie de transparence et de bonne gestion, le dirigeant étant mis face à ses responsabilités. La pratique n'est pas aussi idéale, en partie parce que les dimensions du gouvernement d'entreprise sont multiples et complexes (composition de l'assemblée générale, droits de vote, contrôle et validation des comptes, droits des actionnaires et des créditeurs...), en partie aussi parce que s'y ajoutent des questions d'éthique et de confiance.

La loi Sarbanes-Oxley (*Corporate Accountability Act*) s'applique à toutes les sociétés côtées aux États-Unis [1]. Un nouvel organisme de surveillance est créé : le *Public Accounting Oversight Board*, chargé de l'établissement des règles et de la surveillance des auditeurs et financé par les cotisations des sociétés côtées. La SEC (*Securities and Exchange Commission*) est responsable de la mise en application des nouvelles règles, et, au niveau de l'entreprise, ce sont les plus hauts dirigeants de la société (PDG et directeurs financiers). Cette loi propose un certain nombre de solutions aux dysfonctionnements identifiés dans la régulation des marchés financiers américains. Ses principaux objectifs sont d'assurer que des informations fiables soient fournies aux investisseurs, d'améliorer la redevabilité des dirigeants et de promouvoir l'indépendance des auditeurs. Parmi les nouvelles règles les plus significatives se trouvent : l'interdiction de la plupart des services de conseil que pourraient proposer les firmes d'audit à leurs clients ; l'obligation pour les dirigeants des sociétés de certifier personnellement la validité des comptes qu'ils présentent à la SEC et aux investisseurs [2] ; l'émission de règles visant à rendre public l'ensemble des transactions hors bilan ainsi que toutes les relations de la société avec des entités non consolidées qui seraient en mesure d'avoir à terme un impact financier ; la validation des propositions faites par la NASD et le NYSE visant à réduire les sources de conflits d'intérêts pour les analystes.

La loi reconnaît ainsi explicitement l'importance que l'existence d'une information fiable sur chaque société revêt pour une allocation optimale des ressources sur les marchés de capitaux. Elle est une première réponse à la crise de confiance qui frappe le cœur du système financier [3]. Mais, au vu de la chute continue de la Bourse, elle semble être venue quand même trop tard pour répondre aux conséquences à court terme des malversations comptables. Le fait que, sur le plan de la réforme des normes comptables, la loi ne propose rien d'ambitieux contribue à ce manque de crédibilité. En effet, le projet de modification de la comptabilisation des *stocks options* a été abandonné [4]. La loi reste également très modeste sur le sujet de la convergence internationale des normes comptables, en particulier des normes américaines régies par les GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) et des normes émises par l'IASB (*International Accounting Standard Board*) que devront suivre les entreprises européennes avant le 1er janvier 2005.

1. Les pressions exercées par les *lobbies* européens et asiatiques ont abouti à ce que, depuis début octobre, la possibilité que les sociétés étrangères ne soient pas soumises à la nouvelle loi soit sérieusement évoquée.

2. Le 14 août 2002 avait à ce propos été fixé comme date butoir pour la certification de leurs comptes par les 700 plus grosses entreprises américaines.

3. Les États-Unis ne sont pas le seul pays confronté à ces questions de sécurité financière. Ils ont néanmoins réagi rapidement. La France, qui dispose aussi de projets de réforme de la *corporate governance*, tarde au contraire à agir.

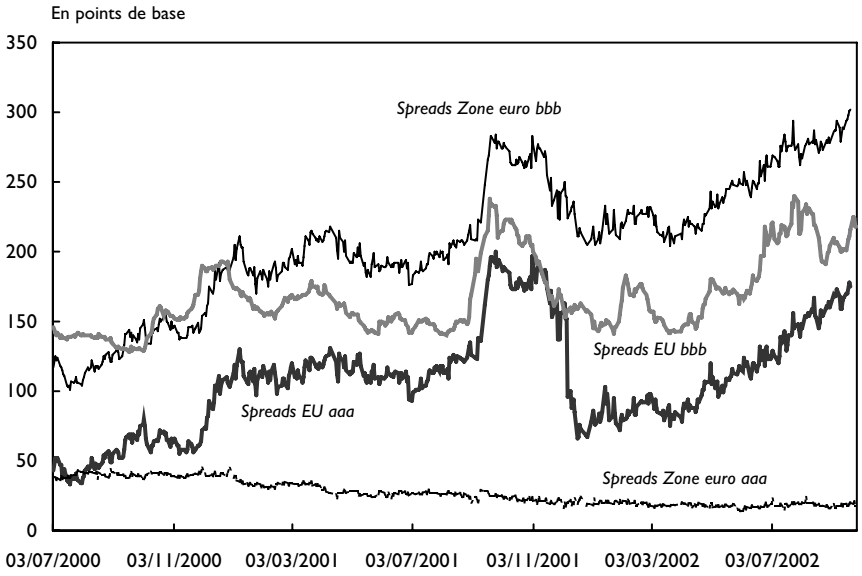
4. Certaines grandes entreprises américaines ont néanmoins annoncé qu'elles allaient, de leur propre initiative, déduire de leur profit les *stocks options*.

Aux États-Unis, le regain d'optimisme sur les marchés boursiers en début d'année 2002 a rapidement laissé place à un pessimisme de plus en plus marqué à partir du printemps, et les évolutions des cours boursiers dans la zone euro ont été très similaires à celles observées aux États-Unis.

Relativement épargné en 2001, le marché obligataire privé a succombé également en 2002. Aux États-Unis, le montant des émissions nettes d'obligations privées a été divisé par deux entre le second semestre 2001 et le premier semestre 2002. Tant aux États-Unis qu'en Europe, les primes de risques sur les obligations privées se sont de nouveau orientées à la hausse. La défiance a touché l'ensemble des notations aux États-Unis (+ 100 points de base pour les entreprises cotées AAA, + 98 points de base pour les entreprises côtés BAA entre le 21 mars et le 20 septembre 2002). Dans la zone euro, elle a été beaucoup plus concentrée sur les entreprises à mauvaise notation (graphique 15). Si les inquiétudes quant à la santé financière des entreprises se sont temporairement atténuées après la date butoir du 14 août pour la présentation des comptes certifiés des sociétés américaines, ce qui s'est reflété tant dans l'évolution des cours boursiers que des *spreads*, le spectre des mauvais résultats et des bilans douteux a ressurgi avec les annonces récentes de Phillips Morris et de General Electric. La publication de mauvais indicateurs écono-

miques et la révision des perspectives de croissance de l'économie américaine ont de nouveau alimenté le pessimisme des marchés, et les évolutions du mois de septembre 2002 confirment la correction des valeurs boursières. Depuis le début de l'année, le S&P500 a perdu 30 % de sa valeur.

15. *Spreads* d'obligations privées contre *Swaps* d'obligations publiques



Sources : JP Morgan, Banque centrale européenne, ECOWIN.

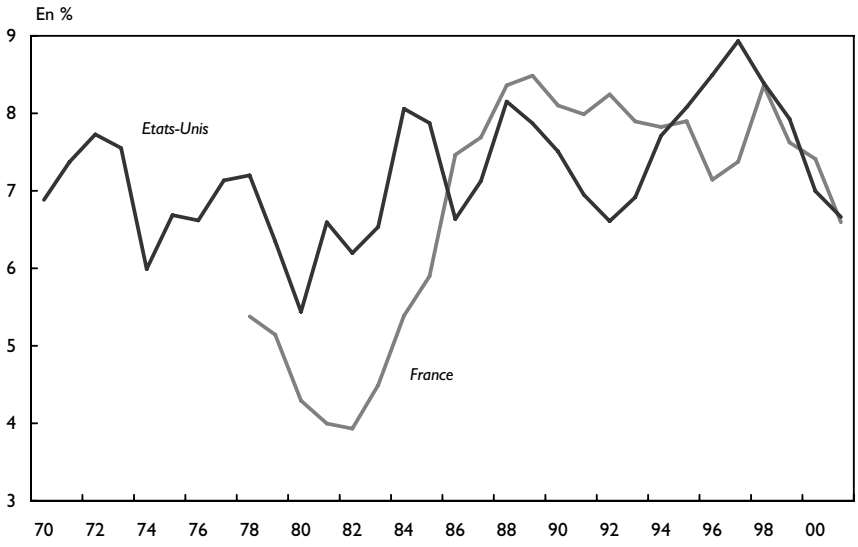
…. et perturbe les canaux de transmission habituels de la politique monétaire

L'incertitude et la défiance généralisée qui prévalent aujourd'hui ont pour principale conséquence de maintenir le coût de financement externe pour les entreprises à un niveau élevé, ce qui perturbe les canaux habituels de transmission de la politique monétaire.

L'incitation à investir sur les marchés financiers est forte si les perspectives de profitabilité et de rentabilité sont attrayantes. Or la situation actuelle reste encore, pour plusieurs raisons, très incertaine. En premier lieu, la baisse des profits s'est traduite par une dégradation de la rentabilité économique des capitaux. Aux États-Unis, le taux de rentabilité économique des entreprises non financières a ainsi reculé de plus de 2 points entre le point haut de 1997 et 2001. L'effort de redressement des marges permis par le ralentissement des coûts

salariaux unitaires en 2001 (+ 1,4 % après + 4,4 % en 2000) s'est traduit par une moindre baisse de la rentabilité économique en 2001, mais les premiers éléments disponibles pour 2002 (notamment le tassement du taux de marge au premier semestre) laissent penser que les conditions de rentabilité des entreprises restent encore assez mauvaises à la mi-2002. Si dans certains grands pays de la zone euro, comme l'Allemagne et l'Italie, la rentabilité économique s'est peu dégradée voire même s'est maintenue jusqu'en 2001, des évolutions plus préoccupantes s'observent par exemple en France et aux Pays-Bas. L'évolution de la rentabilité des entreprises françaises n'est ainsi guère plus favorable qu'aux États-Unis depuis 1997 (graphique 16), d'autant plus qu'elle s'inscrit en France dans un mouvement d'érosion de la rentabilité quasi-régulier depuis le début des années 1990, alors qu'aux États-Unis elle vient surtout corriger le mouvement de hausse des années postérieures à la récession de 1991. En second lieu, la nécessité d'amortir les survaleurs (*goodwills*) accumulées lors de la période « d'exubérance irrationnelle » déprime les résultats nets des entreprises, ce qui entraîne une divergence entre les bénéfices totaux reportés et les bénéfices opérationnels. En troisième lieu, la prime de risque sur les obligations privées et la dégradation des notations des entreprises pèsent sur la profitabilité des entreprises.

16. Rentabilité économique en France et aux États-Unis



Sources : INSEE, BEA.

Dans le même temps, les banques ont également été contaminées par le mouvement général d'aversion au risque. Le recours croissant à des instruments complexes de couverture du risque et la baisse des taux d'intérêt directeurs des banques centrales leur ont permis de maintenir leur profitabilité à un niveau assez élevé en 2001. Dans la zone euro par exemple, les provisions pour risque de défaut de crédits et la réduction des revenus hors intérêt se sont certes soldées par une baisse marquée de la profitabilité des principales banques [7], mais en 2001, elle était encore nettement supérieure aux niveaux de 1998-1999. Aux États-Unis, la multiplication des crises en Amérique du Sud, les scandales financiers et le surendettement des ménages et des entreprises ont conduit à une certaine dégradation de la profitabilité bancaire, mais les rendements sur fonds propres et le rendement sur l'ensemble des actions des banques restent aussi à des niveaux assez élevés.

Cette aversion au risque des banques a deux conséquences. D'une part, elle reporte sur d'autres acteurs l'exposition au risque (les assureurs et ré-assureurs par exemple) (encadré 4). La diffusion du risque à des acteurs sur lesquels la politique monétaire n'a pas prise accroît le risque de crise systémique. D'autre part, face à l'augmentation du risque de défaut des entreprises, les banques ont été réticentes à prêter aux entreprises et se sont tournées vers les ménages, dont les emprunts hypothécaires ont été favorisés par le bas niveau des taux d'intérêt débiteurs.

Pas de reprise franche de l'investissement d'ici la fin 2003

Dans l'hypothèse d'une aggravation des conditions de recours au financement externe par les entreprises, des ajustements de l'investissement pourraient se produire. Ce scénario n'a cependant pas été retenu dans la présente prévision. Quelques signaux positifs sont déjà détectables aux États-Unis. Depuis la fin 2001, les banques déclarant avoir resserré leurs conditions de prêts aux entreprises industrielles et commerciales sont de moins en moins nombreuses. Les efforts pour maîtriser les coûts portent leur fruit, la combinaison de gains de productivité horaire élevés et d'une progression contenue de la rémunération horaire réelle permettent aux coûts salariaux unitaires de baisser depuis la mi-2001. Par ailleurs, les évolutions actuelles sur les marchés financiers laissent penser que la tendance à la suréva-

7. Voir sur ce point le rapport mensuel d'août 2002 de la Banque centrale européenne.

luation des actifs par rapport aux fondamentaux de l'économie s'est aujourd'hui inversée. Ceci peut suggérer un effet d'*overshooting* similaire à celui des taux de change. Le niveau actuel des cours refléterait ainsi peut être le retour à une tendance historique de long terme effaçant la forte hausse de la fin des années 1990. Dans ce dernier cas, les cours boursiers pourraient croître pour s'ajuster à une valeur d'équilibre, mais cette hausse serait modérée.

Enfin, les premiers effets de l'ajustement de l'investissement productif sur les surcapacités commencent à se faire sentir. Dans l'industrie manufacturière, par exemple, la baisse du taux d'utilisation des capacités de production est restée d'une ampleur limitée dans la zone euro en 2001 en comparaison par exemple du point bas de 1997, alors même que la baisse de la production industrielle a été d'une ampleur beaucoup plus marquée [8]. Aux États-Unis, cet ajustement a notamment permis au taux d'utilisation des capacités de production de se redresser légèrement depuis le premier trimestre 2002, dans un contexte de croissance modérée de la production industrielle. Il reste qu'au troisième trimestre 2002, autant dans la zone euro qu'aux États-Unis, les taux d'utilisation des capacités manufacturières sont encore en deçà de leur moyenne de longue période. L'écart est de 1,1 point par rapport à la moyenne des années 1990 dans la zone euro ; il atteint près de 6 points aux États-Unis.

La résorption seulement progressive des problèmes d'offre et les faibles perspectives de croissance se traduiraient cependant par une poursuite de la baisse des taux d'investissement productif jusqu'au premier trimestre 2003 autant dans la zone euro qu'aux États-Unis. À la fin 2003, les taux d'investissement seraient encore en deçà de leur niveau atteint au second semestre 2002 dans la zone euro, à peine supérieurs aux États-Unis.

8. Le recul de l'indice de production industrielle (lissé sur trois trimestres) a atteint un point bas de – 0,9 % au troisième trimestre 2001, à comparer au recul de 0,4 % atteint au troisième trimestre de 1995.

4. Incidence de la chute des marchés financiers sur les fonds de pension

La conjoncture boursière a des effets importants sur les fonds de pension qui financent les retraites de leurs affiliés par la capitalisation de leur épargne. Un nombre croissant de fonds se trouve en difficultés financières notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni, où l'exposition action est très importante (plus de 60 % de l'actif financier aux États-Unis). Compte tenu des délais de décision, peu de fonds ont pris des mesures de redressement, mais celles-ci devraient se multiplier courant 2003.

Depuis la fin du premier trimestre 2000, les actifs financiers des fonds de pension américains se sont fortement réduits sous l'effet de l'effondrement du cours des actions. Les fonds de pension du secteur privé ont perdu 17,6 % en 9 trimestres (entre le premier trimestre 2000 et le second trimestre 2002), soit une diminution des actifs financiers de 840 milliards de dollars. L'actif des fonds de pension du secteur public a diminué dans le même temps de 7,1 %. La baisse n'a été entamée que deux trimestres plus tard ; entre le point haut du troisième trimestre 2000 et le second trimestre 2002, les actifs financiers des fonds de pension publics se sont réduits de 214 milliards de dollars, soit 9,4 %. La diminution de l'actif financier des fonds de pension américains entre le premier trimestre 2000 et le second trimestre 2002 équivaut à presque 10 % du PIB annuel. Cependant, entre fin 1989 et fin 1999, les actifs financiers des fonds de pensions privés américains avaient augmenté de 11 % par an en moyenne et de 11,5 % s'agissant des fonds de pension publics.

Les pertes sont exclusivement dues à la diminution des portefeuilles d'actions : les autres actifs ont eu des rendements positifs. Cela explique en partie la moindre dégradation de l'actif des fonds de pension publics : les actions représentaient 59,5 % de l'actif des fonds de pension publics début 2000, contre 67,2 % (y compris les OPCVM) pour les fonds de pension privés.

Variation de l'actif des fonds de pension américains
entre le premier trimestre 2000 et le second trimestre 2002

En milliards de dollars

	Secteur privé	Secteur public
Actions et OPCVM	– 892	– 220
Autres actifs	53	61
Total	– 839	– 159
Total en %	*– 17,6*	*– 7,1*

Sources : Réserve fédérale.

La diminution des actifs des fonds de pension a des effets très différenciés selon qu'il s'agit de fonds à cotisations définies (CD, dont l'actif financier total représente 37 % de l'ensemble des actifs des fonds de pension américains) ou de fonds à prestations définies (PD, 63 % aux États-Unis). Dans le premier cas, c'est le niveau de la pension future qui est réduit alors que dans le cas des fonds PD, ce sont les entreprises qui se trouvent en difficulté. Les salariés-retraités peuvent évidemment en subir les conséquences indirectes.

Dans le cas des plans CD, la chute des marchés n'a pas de conséquence instantanée. Mais la baisse des rendements anticipés pourrait pousser à la hausse le taux d'épargne des ménages. Le risque pesant sur les pensions futures du fait de la conjoncture boursière a connu une illustration au moment de la faillite d'Enron : les salariés du géant de l'électricité préparaient leur retraite future en épargnant *via* un plan 401(k). Il s'agit du dispositif fiscal le plus utilisé pour constituer une épargne retraite en l'absence de fonds à prestations définies. La réglementation des 401(k) ne met pas de limite à la part d'actions d'une même entreprise dans l'actif du fonds. Comme plus de 50 % de l'actif des salariés était en titres Enron, les employés ont perdu à la fois leur salaire et la plus grosse part de leur épargne retraite quand Enron a fait faillite. Même lorsque l'épargne est bien diversifiée, la diminution du capital due à la chute des cours boursiers réduit le niveau de la retraite future.

La forte baisse de l'actif financier des fonds de pensions depuis deux ans a des conséquences importantes sur les entreprises et les collectivités publiques gérant des fonds de pension à prestations définies. La réglementation prudentielle prévoit que l'actif soit au moins égal au passif (retraites futures à verser). Or, pendant les années fastes, les grands fonds de pension ont souvent réduit nettement les cotisations : la hausse des cours boursiers permettait de payer les retraites sans lever de cotisations. Aujourd'hui, de nombreuses entreprises se trouvent dans l'obligation de combler le trou de leurs fonds de pension. Au-delà d'une augmentation probable des cotisations salariés et patronales aux fonds de pension, de nombreuses entreprises devront recapitaliser leurs fonds ou diminuer les pensions versées pour réduire le passif. Et la crise financière actuelle risque d'accélérer la tendance des entreprises anglo-saxonnes à réduire leur implication dans le système de retraite et à remettre en cause les plans à prestations définies.

Confrontées à l'érosion des profits boursiers, plusieurs dizaines de grandes entreprises britanniques ont décidé de remplacer leur système PD par des systèmes CD (British Telecom, Marks & Spencers, Sainsbury...). D'autres entreprises (Caparo, Tesco) ont trouvé un compromis avec leurs salariés : les fonds PD sont maintenus, mais le calcul des pensions est moins généreux qu'auparavant. De nombreuses grandes entreprises américaines prévoient des pertes de plusieurs milliards de dollars pour leurs fonds de pension : General Motors, Ford, les compagnies aériennes... La recapitalisation des fonds de pension et la diminution des pensions (qui pourrait induire une augmentation de l'épargne des ménages) ont commencé, mais devraient s'accélérer en 2003.

Revenus des ménages : un soutien s'estompe

En 2001 et au premier semestre 2002, les rythmes de croissance de la consommation des ménages ont été très variables selon les pays, en dépit du ralentissement commun. La consommation a en effet mieux résisté en 2001 aux États-Unis (2,5 %), en France (2,7 %) et en Espagne (2,7 %), qu'en Italie (1,1 %) ou en Allemagne (1,6 %). C'est aussi le cas au début de l'année 2002, surtout aux États-Unis. Quels sont les éléments qui permettent d'expliquer ces différences de comportement de consommation ?

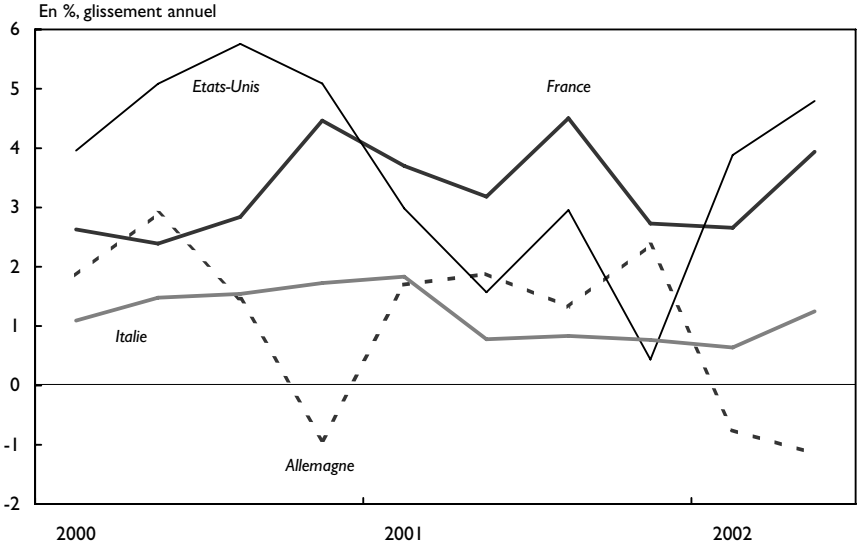
Évolution contrastée du revenu des ménages

L'évolution du revenu disponible [9] des ménages dans les grands pays de la zone euro et aux États-Unis met en évidence trois groupes de pays en 2001 et au premier semestre 2002 (graphique 17). Tout d'abord, la croissance du pouvoir d'achat du RDB des ménages italiens et allemands a été faible en 2001 (respectivement 1 % et 0,7 %), le revenu disponible se contractant même en Allemagne au premier semestre 2002. Ensuite, la France et l'Espagne ont bénéficié d'une croissance soutenue du revenu disponible réel de leurs ménages (3,3 % et 2,7 % respectivement en 2001), supérieure à la moyenne de la zone euro. Enfin, les ménages américains ont connu un ralentissement du pouvoir d'achat de leur revenu disponible en 2001 (2,1 %, après 4,4 % en 2000), avant de voir leur revenu s'accélérer nettement au premier semestre 2002.

Si les ménages américains ont été touchés dès la mi-2001 par l'ajustement très rapide de l'emploi à la production, ils ont bénéficié d'une politique budgétaire expansionniste et des bas niveaux des taux hypothécaires qui ont réduit leurs charges d'intérêt. La hausse récente du revenu aux États-Unis est donc liée à la « mise sous perfusion » de l'économie américaine. En France et en Espagne, le revenu a été soutenu par une bonne résistance de l'emploi et des salaires. En revanche, la modération salariale a pesé sur le revenu des ménages allemands (en partie en raison du développement des petits *jobs*) et italiens. De plus, l'emploi a baissé en Allemagne depuis le début 2001 et la politique budgétaire ne soutient plus en 2002 le revenu des ménages, comme ce fut le cas en 2001.

9. Il s'agit du revenu disponible brut (RDB) pour la France, l'Italie et l'Espagne et du revenu disponible net (RDN) pour les États-Unis et l'Allemagne. Le RDN correspond à la différence entre le RDB et la consommation de capital fixe.

17. Variation du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages



Sources : Instituts statistiques nationaux.

Déformation du partage du revenu national

À l'exception de l'Espagne, les pays où la consommation a le mieux résisté ont récemment connu une déformation du revenu national en faveur des ménages (graphique 18). La part des profits a diminué jusqu'au début de l'année 2001 aux États-Unis et jusqu'au début 2002 en France, les entreprises françaises ayant pour l'instant peu ajusté l'emploi à la baisse de l'activité. Cette évolution a été accentuée en France par la mise en place des 35 heures. À partir de 2001, en dépit du redressement de la part des profits dans la valeur ajoutée, le revenu des ménages américains a bénéficié de la politique budgétaire. Le cas de l'Espagne est un peu particulier puisque le maintien de la part des profits des entreprises ne s'est pas fait au détriment de l'emploi mais a eu un coût en terme d'inflation, entraînant une détérioration de la compétitivité espagnole.

18. Part du revenu disponible dans le PIB*

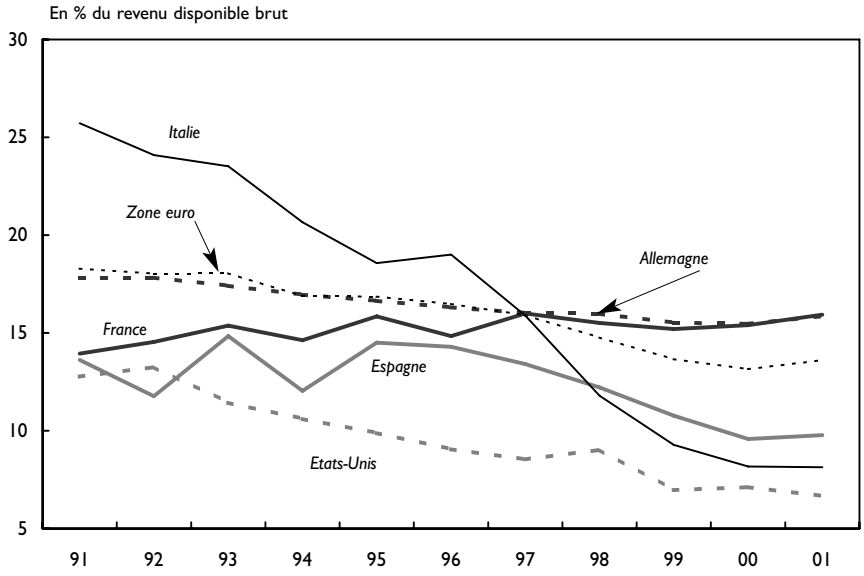
* Le ratio revenu disponible/PIB est un bon indicateur de la part des salaires dans la valeur ajoutée, même s'il ne lui est pas tout à fait comparable. En effet, si les salaires représentent environ 80 % du revenu disponible, celui-ci comprend aussi des revenus de la propriété (dont les dividendes versés par les entreprises).
Sources : Instituts statistiques nationaux.

Stabilisation du taux d'épargne

Après la réduction des taux d'épargne brute des ménages de la zone euro et des États-Unis [10] jusqu'en 2000 (à 13,2 % et 7,1 % respectivement), on a observé en 2001 un mouvement de stabilisation du taux d'épargne dans tous les pays (graphique 19), sauf aux États-Unis, où il n'est intervenu qu'au début de l'année 2002. En raison notamment de la hausse du chômage et de la baisse de la Bourse, l'augmentation du revenu des ménages liée aux baisses d'impôts s'est en effet en partie traduite par une augmentation du taux d'épargne. La résistance de la consommation en 2001 et au début 2002 en France, en Espagne et aux États-Unis n'est donc due qu'aux évolutions favorables de leur RDB, le taux d'épargne ne s'ajustant pas pour soutenir la consommation. Étant donné le bas niveau du taux d'épargne en Italie, aux États-Unis et en Espagne, il y a peu de marges à la baisse pour soutenir la consommation alors que la croissance du RDB devrait ralentir.

10. Afin de comparer les séries européennes et américaines, un taux d'épargne brute a été calculé pour les États-Unis selon les normes du SEC 95 et ne correspond donc pas au taux affiché dans les comptes nationaux américains.

19. Évolution du taux d'épargne brut des ménages



Sources : Instituts statistiques nationaux, calculs OFCE.

Faiblesse du revenu des ménages en perspective

En raison du ralentissement de l'activité, la croissance du pouvoir d'achat du revenu des ménages serait faible en 2002 et 2003. Il y a notamment peu à attendre du marché du travail. La progression de l'emploi serait modeste en 2002 et 2003. La hausse du chômage entraînerait une modération salariale dont pâtiraient notamment les revenus des ménages américains et français. À partir de fin 2002, les ménages allemands et espagnols devraient bénéficier d'un rattrapage salarial, lié à des clauses de révisions, mais il est peu probable qu'elles soient appliquées dans leur intégralité, étant donné le ralentissement de l'emploi. L'accélération de l'inflation en 2003 aux États-Unis pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages, contrairement à la zone euro où l'inflation resterait faible.

Les baisses d'impôts en France et surtout aux États-Unis ont soutenu le revenu des ménages en 2002. En revanche, en 2003, l'impact de la politique budgétaire sur le revenu des ménages serait neutre aux États-Unis, en France (la baisse marginale de l'impôt sur le revenu et la faible hausse de la prime pour l'emploi étant compensées par l'augmentation de la taxe sur le tabac) et en Italie ; restrictif en

Allemagne (annulation de l'étape prévue de réforme de l'impôt sur le revenu et hausse des cotisations sociales) et aux Pays-Bas ; légèrement expansionniste en Espagne (baisse de l'impôt sur le revenu).

La déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des ménages serait en partie corrigée à l'horizon de notre prévision, les ajustements d'emplois et de salaires permettant une augmentation de la part des profits. Le taux d'épargne resterait globalement stable.

L'immobilier sauve les ménages

Le dynamisme des prix de l'immobilier est une surprise dans la tourmente que connaissent aujourd'hui les prix des actifs hors les titres publics (tableau 8). Alors que la baisse des taux d'intérêt semble impuissante à restaurer la confiance dans ces titres et que les anticipations de profits sont encore révisées à la baisse, l'immobilier est considéré comme une valeur refuge. Cela a préservé la richesse des ménages.

8. Variation des prix d'actifs entre juin 2000 et mars 2002

En %

	Allemagne	France	Espagne	Royaume-Uni	Etats-Unis
Prix des logements anciens	– 0,3	15,7	27,7	20,4	13,2
Cours boursiers	– 25,9	– 29,8	– 15,7	– 17,4	– 21,1

Note : les prix d'actifs présentés ici ne s'appliquent qu'à une partie de l'actif immobilier ou des actions détenues par les ménages. Ils donnent donc un ordre de grandeur des évolutions, mais ne correspondent pas exactement aux valorisations du compte de patrimoine, qui portent sur une information plus large (actions non cotées, évolution de la quantité et des caractéristiques des logements…).
Sources : Allemagne : Statistisches Bundesamt, DAX ; France : INSEE-chambre des Notaires, CAC40 ; Espagne : INE, MSE ; Royaume-Uni : Halifax, FT500 ; États-Unis : National Association of Realtors, SP500.

La richesse des ménages reste élevée

Depuis 2000, le dynamisme des prix de l'immobilier a empêché la baisse de la richesse des ménages français et a limité celle-ci aux États-Unis et au Royaume-Uni (encadré 5). En Espagne, l'importance de la richesse en logements et la croissance des prix de l'immobilier font que la richesse des ménages a continué de croître à des rythmes élevés en 2001. La diminution du patrimoine financier a été comparable dans tous ces pays, car la sensibilité de la valeur du patrimoine financier des ménages aux variations des indices boursiers est très proche (tableau 9). Cependant, les moins-values représentent des sommes moindres en France et en Espagne car le patrimoine financier des ménages y est moins important.

En Allemagne, les prix de l'immobilier sont quasiment stables depuis 1995, ce qui a limité la progression du patrimoine immobilier des ménages (graphique 20). Par ailleurs, leur patrimoine financier est peu sensible à la valeur des actions. De 1994 à 1999, le patrimoine financier brut des ménages a progressé de 7 % en moyenne annuelle en Allemagne, contre plus de 12 % en France. *A contrario*, la baisse des cours boursiers aurait un effet limité sur la richesse des ménages et donc sur leur comportement futur de dépenses (consommation ou investissement logement).

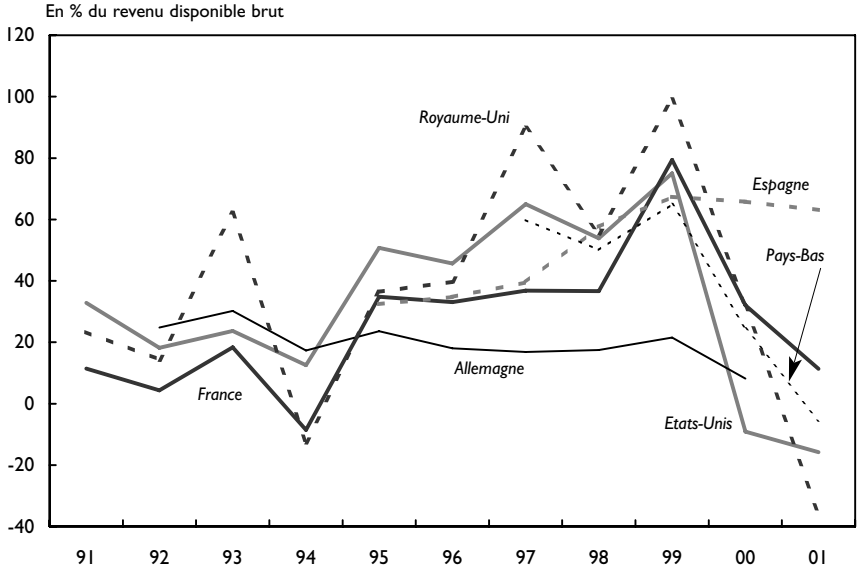
9. Répartition du patrimoine brut des ménages en 2000

En %

	Allemagne	France	Espagne	Royaume-Uni	Etats-Unis
Logement	47	43	57	39	25
Actions	12	24	20	13	15
Autres actifs financiers	41	33	23	58	60
Total en % du RDB	594	684	688	779	701

Note : Le patrimoine brut est l'ensemble des actifs détenus (immobilier et actifs financiers). On lui retire le passif des ménages pour obtenir le patrimoine net. La part des actions dans le patrimoine n'est pas représentative de sa sensibilité aux variations des cours boursiers, dans la mesure où les OPCVM et les fonds de pension notamment peuvent également être investis en actions.
Sources : Comptes de patrimoine nationaux.

20. Variation du patrimoine brut total des ménages



Sources : Comptes de patrimoine nationaux, comptes nationaux, calculs OFCE.

5. Effets richesse : France, Allemagne, Royaume-Uni et États-Unis

L'impact des évolutions de prix d'actifs sur la consommation, *via* la richesse des ménages, se place dans le cadre de la théorie du cycle de vie et du revenu permanent. Cette sensibilité de la consommation aux variations du prix des actifs dépend de l'environnement institutionnel, qui diffère selon les pays et évolue au cours du temps.

— La part des ménages possédant des actions reste plus faible en Europe continentale que dans les économies anglo-saxonnes, même si elle progresse vivement [1].

— Les prêts hypothécaires peuvent difficilement être utilisés pour financer des dépenses courantes en Europe continentale, contrairement aux pays anglo-saxons. Dans ces derniers, une hausse du prix de l'immobilier peut être transformée en liquidités, sans transaction sur le logement [2].

— En cas de hausse des cours boursiers, les fonds de pensions à prestations définies, courants aux États-Unis et au Royaume-Uni, peuvent diminuer leur appel à cotisation, ce qui entraîne une baisse comptable de l'épargne des ménages.

Ainsi, les propensions à consommer la richesse (impact sur le niveau de la consommation de la variation en niveau de la richesse) sont plus faibles en Allemagne et en France qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni (tableau).

Évaluation de l'effet de richesse depuis 2000

En %

	Patrimoine net (a)			(b)	(c)	Impact sur la consommation (a)*(b)*(c)		
	2000	2001	2002			2000	2001	2002
États-Unis	– 1,5	– 2,8	– 8,4	5,0	614	– 0,5	– 0,9	– 2,6
Royaume-Uni	4,9	– 5,6	– 8,5	5,0	425	1,0	– 1,2	– 1,8
Allemagne	1,7	– 0,5	– 1,8	2,2	571	0,2	– 0,1	– 0,2
France	5,5	1,9	– 0,8	0,8	718	0,3	0,1	0,0

(a) Variation annuelle en %. (b) Propension à consommer. (c) Ratio richesse nette sur consommation.
Note : Le tableau se lit comme suit : une augmentation de la richesse de 1 unité de monnaie nationale donne une augmentation de la consommation de 5 centimes de l'unité nationale aux États-Unis, si bien que la baisse de 1,5 % de la richesse nette en 2000 a entraîné une baisse potentielle de la consommation de 0,5 %.
Le présent tableau pend en compte les évolutions en 2002, en prolongeant les tendances des crédits et des prix de l'immobilier et en stabilisant le cours des actions à partir d'octobre.
Sources : les élasticités ou propensions à consommer sont reprises de C. Houizot, H. Baudchon, C. Mathieu et F. Serranito : « 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 ; P-O. Beffy, C. Chataignault, B. Monfort, D. Thesmar « L'effet de richesse en France et aux États-Unis », *Note de conjoncture INSEE*, décembre 2001 ; A. Boss, J. Scheide, Budgetausgleich in Deutschland im Jahr 2004 ? , septembre 2002. Prévisions de 2002 : calculs OFCE.

Les évolutions les plus inquiétantes concernent les États-Unis, à la fois parce que la richesse des ménages y a le plus souffert, et ce dès 2000, et parce que la propension à consommer la richesse est forte. Au Royaume-Uni, la dégradation de la richesse a commencé plus tard, mais a été plus marquée. La France et l'Allemagne conjuguent une dégradation de la richesse des ménages et une propension à consommer plus faibles. L'impact est donc marginal en Europe continentale, tandis que la baisse des cours boursiers pourrait amputer la consommation de façon importante aux États-Unis et au Royaume-Uni.

1. En Allemagne et en France, la part des ménages détenant directement des actions était respectivement de 10 % et 13 % en 2000, contre 19 % aux États-Unis en 1998.

2. Aux États-Unis, l'encours des *home equity loans*, crédits de trésorerie gagés sur de l'immobilier, représentent 9,7 % du RDB à la fin 2001 ; au Royaume-Uni, les *mortgage equity withdrawal*, nouveaux crédits garantis par de l'immobilier et qui ne servent pas à financer de l'investissement en logement, ont représenté 3 % du RDB en 2001.

Afflux de liquidités sur le marché du crédit hypothécaire

En plus de la valorisation de leur actif immobilier, les ménages ont bénéficié d'une offre de crédit plus abondante (tableau 10). Une conséquence de la faiblesse de l'investissement productif et de la défiance envers les entreprises a été un ralentissement, voire une baisse de l'encours des crédits aux entreprises. Ces montants se sont reportés en partie sur le crédit hypothécaire, dont le risque paraît, dans un premier temps, plus faible. Dans le cas d'une baisse généralisée des prix de l'immobilier, le risque reste cependant important (encadré 6).

10. Évolutions des crédits

En %, glissement annuel

	Crédits aux SNF	Crédits aux ménages
Allemagne **	– 0,1	2,3
France *	2,6	5,3
Italie **	1,3	3,1
Espagne *	16,0	13,0
Etats-Unis **	– 6,0	8,4

Note : * premier trimestre 2002, ** deuxième trimestre 2002.
Sources : Banques centrales nationales.

6. Marché du crédit hypothécaire aux États-Unis

Le niveau bas des taux d'intérêt, mais surtout les hausses passées des prix de l'immobilier et une forte baisse des pénalités de renégociation depuis 1998 ont permis une vague de renégociations des prêts hypothécaires sans précédent. Selon le rapport de la BRI du deuxième trimestre 2002, les ménages américains auraient encaissé 150 milliards de dollars de trésorerie en 2001. Elle a permis d'augmenter l'encours en laissant la charge d'intérêt inchangée. En 1998 et 1999, sur les sommes obtenues suite à des renégociations de prêts, la part dépensée en consommation est estimée à 18 % ; celle investie dans le logement à 33 % ; celle utilisée à rembourser des crédits de trésorerie à 28 %.

Par ailleurs, depuis 1998, Fannie Mae et Freddie Mac, des entreprises privées aidées par le gouvernement fédéral (*Government Sponsored Enterprises*, GSE) pour promouvoir l'accession à la propriété ont changé de stratégie pour financer les crédits. Au lieu de titriser leur portefeuille de crédits hypothécaires, elles ont émis massivement des obligations en gardant à leur actif les crédits hypothécaires. Ces obligations sont notées AAA : le gouvernement fédéral assure un soutien de fait. De plus, ces titres peuvent entrer dans les fonds de pensions publics, peuvent servir de collatéral lors des prises en pension de la Réserve fédérale [1] et les banques nationales peuvent en posséder sans limitation de montant. Aussi, ces obligations ont rencontré un vif succès au moment où les

émissions d'obligations publiques ont fortement ralenti. Ce canal a permis d'apporter de la liquidité au marché du crédit hypothécaire [2]. Il pourrait se tarir, les récentes émissions des GSE n'ayant pas rencontré le succès escompté.

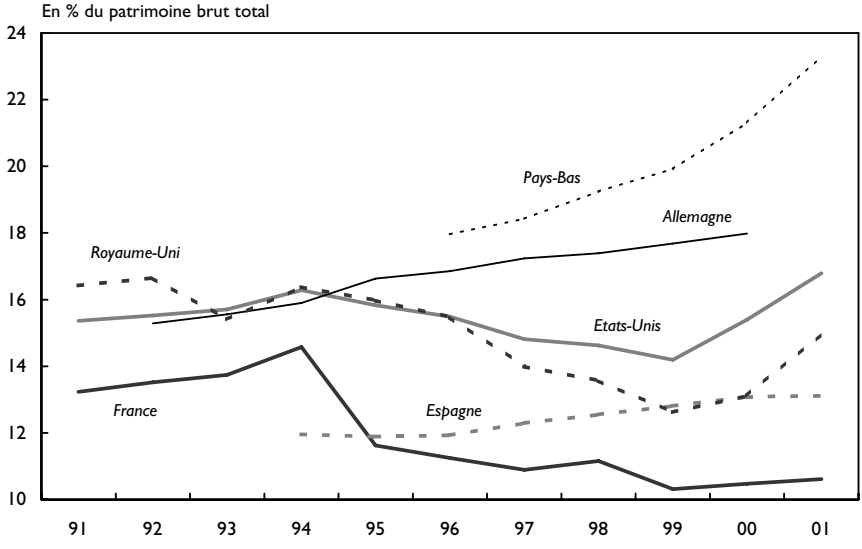
1. Frame et Wall (2002), « Financing housing through government-sponsored enterprises », *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Atlanta*, n° 87, premier trimestre 2002.

2. Au 31 décembre 2000, leur endettement était de 1 700 milliards de dollars, équivalent à l'encours des obligations émises par les municipalités (1 600 milliards de dollars) et à la moitié des obligations émises par le Trésor détenues par le secteur privé (3 000 milliards de dollars).

La forte progression des crédits a entraîné l'augmentation du taux d'endettement des ménages (encours des crédits ramené au revenu disponible brut) dans tous les pays, hormis la France. Cependant, les évolutions du passif sont moins surprenantes au vu de celles de l'actif brut des ménages valorisé aux prix de marché (graphique 21). Depuis 2000, le ratio passif/actif est remonté à des niveaux inférieurs à ceux du début des années 1990 pour le Royaume-Uni et très peu supérieur à ceux-ci aux États-Unis. Les Pays-Bas font exception, où l'endettement des ménages a doublé entre 1996 et 2001, participant à une surchauffe généralisée de l'économie (voir fiche Pays-Bas). En Allemagne, le manque de dynamisme du patrimoine a amené une augmentation tendancielle du ratio passif/actif.

Ainsi, la situation patrimoniale des ménages a été fragilisée par les évolutions de prix des actifs et celle des crédits, ce qui limite les évolutions futures des crédits. Cependant, l'endettement des ménages reste soutenable dans l'hypothèse d'un maintien des marchés immobiliers.

21. Passif/Actif des ménages



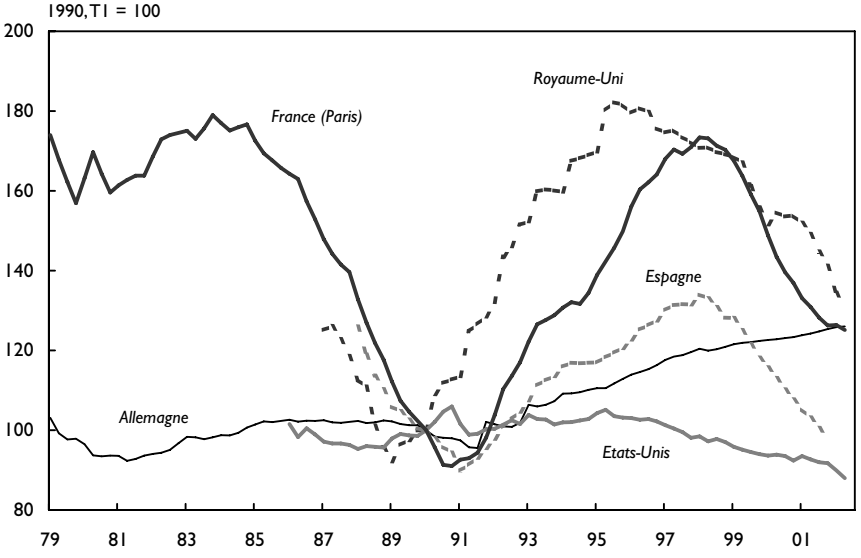
Sources : Comptes de patrimoine nationaux.

Poursuite de la progression des prix du logement

Les hausses des prix du logement posent le problème de leur soutenabilité. Il peut être intéressant dès lors d'étudier deux éléments : d'une part le rendement de l'immobilier et d'autre part l'évolution du stock de logements invendus.

Le ratio des loyers sur le prix de l'immobilier, qui est une mesure du rendement de l'immobilier hors plus-values (équivalente à l'inverse du *price earning ratio* pour les actions) a une tendance baissière très nette dans tous les pays, sauf en Allemagne (graphique 22). En France, cette tendance se ralentit depuis la mi-2001, ce qui n'est pas le cas pour les États-Unis ou le Royaume-Uni. Si les niveaux au Royaume-Uni restent supérieurs à ceux atteints au plus fort de la bulle immobilière de la fin des années 1980, le niveau est le plus bas jamais connu depuis 1986 aux États-Unis. L'essentiel de ce phénomène s'explique par le niveau bas des taux d'intérêt : une baisse de taux d'intérêt rend les investisseurs moins exigeants quant au rendement de l'immobilier, puisqu'ils ne peuvent pas arbitrer pour un placement plus rémunérateur. Le maintien des taux d'intérêt à un niveau bas, permis par la faiblesse de l'activité dans les secteurs autres que la construction, est cependant crucial pour soutenir les prix de l'immobilier.

22. Loyers/prix de l'immobilier



Sources : Prix de l'immobilier semblables au tableau 8 ; loyers : OCDE, PIE.

Dans certains pays, les fortes hausses des prix de vente des logements alors que les coûts de construction restent maîtrisés ont encouragé les promoteurs à accélérer le lancement de programmes de construction, programmes qui ne seront achevés que dans un délai d'un an en moyenne, à un moment où les perspectives de débouchés ne sont pas assurées. Le gonflement des stocks de logements invendus pèserait alors sur l'évolution des prix.

En France, le dynamisme des crédits à l'habitat n'a pas empêché le ralentissement de l'investissement logement depuis le deuxième semestre 2000. De même, le marché du logement est atone en Allemagne. Dans ces deux pays, les permis de construire et les mises en chantier ont diminué ou sont restés stables à des niveaux peu élevés. En revanche, au Royaume-Uni et en Espagne, la construction de logement a accéléré en partant d'un niveau élevé ou est restée extrêmement forte. Aux États-Unis, l'activité de la construction de logements est inhabituellement forte dans cette phase du cycle économique. Cependant, aux États-Unis comme au Royaume-Uni, la demande reste vigoureuse et ne diminuerait pas à l'horizon de la prévision, soutenue par une évolution favorable des taux d'intérêt. Les stocks de logements terminés non vendus resteraient sous contrôle. Cela écarte le risque d'une baisse des prix de l'immobilier suite à des stocks trop importants.

La politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique [11]

L'attentisme, prolongé et justifié, de la politique monétaire américaine...

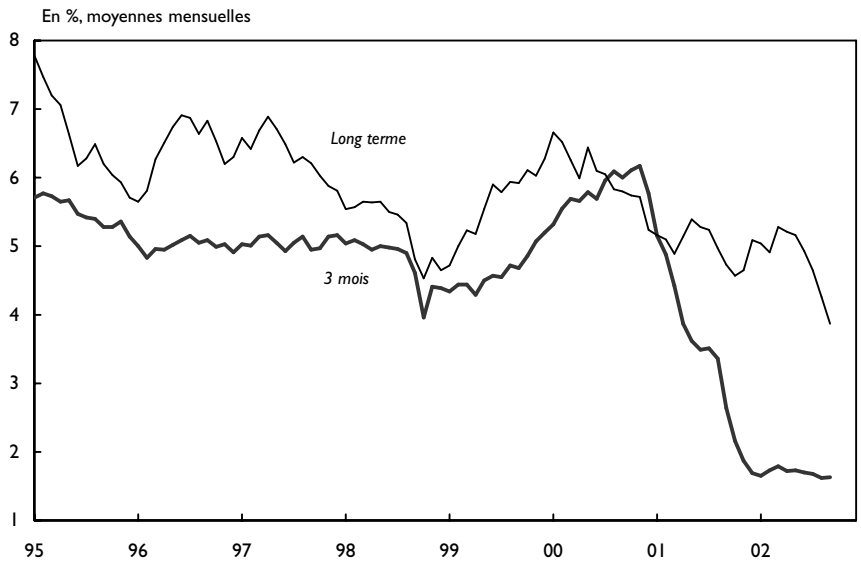
Lors de son dernier comité de politique monétaire (24 septembre), la Réserve fédérale a décidé de maintenir le taux des *Federal Funds* à 1,75 %. Il est à ce niveau depuis décembre 2001. La Réserve fédérale a jugé que le caractère accommodant actuel de la politique monétaire et la tendance sous-jacente de la productivité devraient être suffisants pour améliorer la situation du secteur privé même si une incertitude importante persiste quant à l'ampleur de la reprise. La courbe des taux est révélatrice des anticipations des marchés sur les taux futurs. On assiste à une révision marquée des anticipations de la politique monétaire par le marché entre juillet et septembre. En juillet, les *futures* sur les contrats à terme de trois mois étaient compatibles avec un relèvement de 25 points de base (pb) du taux des *Federal Funds* d'ici la fin du quatrième trimestre. En septembre, les anticipations se sont complètement retournées et indiquent une baisse en fin d'année. À l'exception d'une hausse au premier trimestre 2002, les rendements des emprunts pour toutes les échéances ont fortement baissé au cours des derniers mois. Ce recul généralisé s'explique par le mouvement de report vers les valeurs sûres et donc les emprunts publics, et ce bien que leur offre augmente. La faiblesse actuelle des taux longs tient aussi aux révisions à la baisse de la croissance. Ainsi, les rendements obligataires à dix ans se sont établis à 3,9 % en septembre, atteignant ainsi un niveau historiquement bas depuis une trentaine d'années (graphique 23).

Si l'on compare le taux nominal des *Federal Funds* avec la croissance nominale ou la croissance potentielle nominale, on constate que ce taux est inférieur à la croissance potentielle depuis début 1999. De même, si l'on fait référence à la règle de Taylor usuelle, la sous-évaluation des taux courts par rapport au niveau indiqué par la règle confirme le caractère expansionniste de la politique monétaire. Si la politique monétaire est bien expansionniste selon ces indicateurs, sa morsure sur l'activité reste pour le moment limitée à l'investissement résidentiel (la consommation des ménages profite surtout de la

11. Les politiques monétaires japonaise et anglaise sont abordées uniquement dans la synthèse sous l'angle du *policy mix*.

politique budgétaire et l'investissement productif est toujours en baisse). Les mécanismes de transmission de la politique monétaire américaine transitent essentiellement par le canal du crédit, les effets patrimoniaux et le coût d'usage du capital (encadré 7). Certains de ces mécanismes ont correctement fonctionné (taux d'intérêt, prix de l'immobilier, taux de change, canal du crédit pour les ménages) mais d'autres non (demande agrégée, monnaie, prix des actions, canal du crédit pour les entreprises, anticipations). Le fait que ces canaux n'aient pas fonctionné jusqu'à présent s'explique par une aversion généralisée au risque, et en particulier par l'attitude des banques envers le risque, et plus précisément envers les entreprises. Ces dernières sont confrontées à des difficultés de financement comme si la Banque centrale avait remonté et non baissé ses taux. Les banques, par l'utilisation accrue d'instruments de couverture du risque, ont reporté le risque sur d'autres agents de l'économie (les assureurs et ré-assureurs par exemple) sur lesquels la politique monétaire n'a pas prise. La politique monétaire n'est pas complètement inefficace. Les canaux n'ont pas tous fonctionné, la politique monétaire ne pouvant à elle seule tout régler. En particulier, le débat n'est pas clos sur le fait que la politique monétaire doive ou non se soucier des évolutions boursières.

23. Taux d'intérêt nominaux aux États-Unis



Source : OCDE.

7. Les canaux de transmission de la politique monétaire

Une synthèse de la littérature permet de mettre en évidence six canaux de transmission de la politique monétaire : le canal de la monnaie, le canal de la demande agrégée ; le canal des anticipations ; le canal des taux d'intérêt ; le canal du prix des actifs (actifs financiers, réels et taux de change) ; le canal du crédit (canal du crédit bancaire, canal de l'actif net ou du bilan). L'importance de ces effets et la vitesse de répercussion des changements de politique monétaire dépendent des caractéristiques de l'économie considérée et de son sytème financier. L'impact de la politique monétaire dépend aussi d'autres facteurs tels que la crédibilité et la réputation.

Le canal de la monnaie

Ce mécanisme est reflété par l'équation quantitative de la monnaie. L'accroissement de la masse monétaire, à vitesse de circulation constante, induit soit une hausse des prix, soit une hausse du PIB. Cet effet a été largement critiqué par la théorie monétariste selon laquelle le surcroît d'offre de monnaie est immédiatement inflationniste dans un univers à anticipations rationnelles.

Le canal de la demande agrégée

Ce mécanisme dépend des taux d'intérêt à court terme. Suite à une augmentation de la masse monétaire, la baisse du taux conduit à une hausse des investissements. Cette augmentation se traduit par une hausse de l'offre agrégée, de la demande agrégée des agents et influence les prix relatifs. Cette analyse est généralement complétée par un impact de liquidité décrit par les effets de Mundell-Tobin et de Fisher. L'émergence du paradigme monétariste a conduit à critiquer ce mécanisme de transmission notamment par la remise en cause de la courbe de Phillips, par la prise en compte des anticipations rationnelles, etc.

Le canal des anticipations

Les changements du taux directeur peuvent agir sur les anticipations d'inflation et de croissance future ainsi que sur la confiance sur ces anticipations. Mais il est difficile de savoir à l'avance dans quel sens ces effets vont jouer. Ainsi, une hausse du taux directeur, reflétant l'idée que l'économie devrait croître plus rapidement que prévu, peut conduire à une révision à la hausse des anticipations de croissance et augmenter la confiance des agents. Elle peut, à l'inverse, être aussi interprétée comme le signe de tensions inflationnistes et conduire à une révision à la baisse des anticipations de croissance et réduire la confiance des agents.

Le canal des taux d'intérêt

D'une part, un changement du taux d'intérêt directeur a un impact sur les instruments de différentes maturités du marché monétaire et les autres taux d'intérêt monétaires. La variation de ces différents taux affecte directement les consommateurs et les entreprises. D'autre part, une variation du taux directeur modifie les taux longs. Si les autres taux courts du marché monétaire suivent le même mouvement que le taux directeur, il n'en va pas toujours de même pour les taux longs. En effet, les taux longs dépendent de la moyenne des taux courts aujourd'hui mais aussi des anticipations de taux courts. L'impact d'une variation du taux directeur dépend donc des anticipations sur le sentier futur des taux d'intérêt. La variation du taux d'intérêt réel affecte alors les entre-

prises par le coût d'usage du capital et les ménages par le biais des effets de substitution et de revenu. Selon l'effet de substitution, une baisse du taux d'intérêt réduit l'attractivité de l'épargne et augmente la dépense. En principe le plus important, cet effet est très graduel et dépend des anticipations des agents quant au caractère durable ou non de la décision de la politique monétaire. Selon l'effet de revenu, une baisse du taux d'intérêt procure moins de revenus demain et incite donc à épargner plus aujourd'hui.

Le canal du prix des actifs

Si une baisse du taux directeur conduit à une baisse des taux longs alors, toutes choses égales par ailleurs, le prix des obligations augmentent. Il en va de même pour les actions. Un taux directeur plus bas augmente le prix des actions parce que les rendements futurs anticipés sont actualisés à un taux plus bas de telle sorte que la valeur actuelle des revenus augmente. Ces fluctuations du prix des actifs financiers ou réels impliquent des effets de richesse. Ainsi, si les ménages optimisent intertemporellement leur consommation, c'est-à-dire sur l'ensemble de leur cycle de vie, l'accroissement du patrimoine, s'il est jugé permanent, conduit à une hausse du revenu permanent et donc à un surcroît de consommation. Un deuxième mécanisme fait référence au ratio « q » de Tobin. Si l'on suppose que la décision de la politique monétaire se traduit par une hausse relative du cours des actions par rapport aux autres actifs (biens d'équipement), l'investissement augmentera puisqu'il sera moins cher pour les actionnaires de procéder à des investissements de capacité plutôt que d'acheter une autre entreprise comparable sur le marché. Par ailleurs, la hausse des cours, surtout si elle résulte d'une baisse des taux longs, diminue le coût d'usage du capital et augmente donc l'investissement. Cet effet sera d'autant plus important que la part de l'autofinancement est faible par rapport aux autres moyens de financement.

Les effets de la politique monétaire sur le prix de l'immobilier s'inscrivent dans la même logique. Une baisse du taux directeur peut conduire à une diminution du taux sur les prêts hypothécaires et accroître la demande de crédit des ménages. La hausse de la demande sur le marché de l'immobilier conduit alors à une hausse des prix. Cet effet peut être renforcé par le rôle de collatéral de l'immobilier auprès des banques. On retrouve le même principe de l'effet de richesse qu'avec les actifs financiers.

Les changements de la politique monétaire peuvent aussi affecter les taux de change. L'impact est plus incertain dans la mesure où il dépend des anticipations des taux d'intérêt domestique et étranger ainsi que des taux d'inflation. Toutes choses égales par ailleurs, une baisse non anticipée du taux directeur conduira à une dépréciation immédiate du taux de change.

Le canal du crédit

Le canal du crédit correspond aux effets de la politique monétaire sur la disponibilité des crédits bancaires. Deux canaux sont généralement mis en évidence : le canal de l'offre de crédit (canal étroit du crédit) et le canal de l'actif net (canal large du crédit). Le canal de l'offre de crédit suppose que la Banque centrale influe sur les volumes de créances distribués par les banques commerciales et que les agents n'ont pas accès à d'autres alternatives au financement bancaire en cas de baisse des crédits bancaires. Un relâchement de la politique monétaire accroît le volume des prêts à la clientèle et stimule ainsi le financement des entreprises. Dans le cas contraire d'un resserrement

monétaire, la contrainte vient peser sur l'investissement et la croissance. *In fine*, les entreprises ne peuvent emprunter que moyennant une hausse de la prime de risque.

Les critiques théoriques et les mauvais résultats empiriques ont conduit progressivement à l'émergence du canal large du crédit. Cette théorie prend en compte la notion d'asymétrie d'information. Dans le cas d'un financement externe partiellement couvert par un collatéral, un aléa moral et un risque d'anti-sélection pour le prêteur apparaissent. Une des conséquences immédiates est l'existence d'un coût d'agence, qui se traduit par une prime de risque pour l'emprunteur. Par exemple, une hausse du taux directeur conduit à une augmentation des frais financiers de l'emprunteur et induit une baisse de sa capacité d'autofinancement et du prix des actifs sous-jacents au collatéral. Ceci se traduit alors par un accroissement de la prime de risque. Ainsi le choc de la politique monétaire réduit la demande de capital, entraîne la baisse de l'investissement et du prix du capital. La baisse du prix des actifs induit une hausse de la prime du coût de financement externe qui pèse encore davantage sur l'investissement.

La politique monétaire resterait expansionniste à l'horizon 2003 parce que le niveau d'endettement des ménages, la situation financière des entreprises et les incertitudes sur la solidité de la reprise l'y incitent. La Réserve fédérale doit, par son attitude conciliante, réussir à restaurer la confiance des agents, et plus particulièrement celle des investisseurs, le dénominateur commun à ces différents éléments étant la forte chute des marchés boursiers. Le seul élément pouvant justifier une hausse rapide et forte des taux est le risque de bulle immobilière. Mais, pour le moment, la hausse des prix de l'immobilier ne préoccupe pas outre-mesure la Banque centrale. Et cette hausse reste sous surveillance. De plus, une remontée des taux aurait des conséquences importantes sur la richesse des agents, surtout que l'immobilier est plus largement détenu par les ménages que ne le sont les actions. Elle conduirait également à des difficultés supplémentaires pour les entreprises non financières. L'hypothèse d'une hausse graduelle durant l'année 2003 se révèlerait la plus adaptée. À ces éléments, il convient d'ajouter la ré-apparition des *twin deficits* (dans un contexte certes différent des années 1980) et l'existence de risques géopolitiques majeurs générateurs de tensions sur les prix du pétrole et susceptibles de dégrader encore la confiance.

Même si la dégradation du solde budgétaire fédéral tient à des mesures assez exceptionnelles, la Réserve fédérale ne peut dorénavant plus faire abstraction du solde fédéral comme cela avait été le cas durant les quatres années (1997-2000) d'excédents budgétaires. Et la politique monétaire pourrait être d'autant plus resserrée que la discipline budgétaire serait jugée laxiste. Une telle attitude conduirait à un *policy mix* en opposition à celui qui a prévalu jusqu'à présent, et donc à une politique monétaire mal coordonnée à la politique budgétaire. Ce n'est donc pas ce qui est retenu ici.

Deux scénarii sont néanmoins possibles compte tenu des doutes sur l'efficacité de la politique monétaire. Le premier consiste à laisser les taux bas, les stimuli monétaires déjà en place (depuis maintenant un an et demi) étant (enfin) suffisants pour faire repartir l'économie. La croissance resterait néanmoins molle en l'absence d'une accélération nette de la demande intérieure.

Le second scénario suppose que les stimuli monétaires surtout et dans une moindre mesure la relance budgétaire sont inefficaces : l'économie américaine serait alors soumise à la déflation. Par exemple, après la récession de 1990-1991, l'*output gap* est resté négatif jusqu'en 1996, contribuant à ce que le taux d'inflation passe d'un peu plus de 5 % en 1990 (en moyenne annuelle) à un peu moins de 3 % en 1996, alors que la politique monétaire était à l'époque au moins autant expansionniste qu'aujourd'hui. Si l'*output gap* continue de se creuser ou même reste à son niveau actuel et compte tenu du niveau actuel du taux d'inflation, le risque de déflation ne peut alors être totalement exclu (encadré 8). Les marges de manœuvres de la politique monétaire seraient alors d'autant plus réduites que le taux directeur est déjà à un niveau bas et qu'une lutte contre la déflation imposerait une baisse de ce taux jusqu'à un niveau proche de zéro. Ce scénario n'est cependant pas pris en compte dans notre prévision car la déflation reste au stade de risque.

8. Le risque de déflation aux États-Unis : mythe ou réalité ?

Le fort ralentissement de la progression de l'indice des prix à la consommation entre le début 2001 et la mi-2002 aux États-Unis a amené le niveau de l'inflation à un niveau particulièrement faible en comparaison de la plupart des autres pays industrialisés. L'inflation est passée de 3,7 % en glissement début 2001 à 1,1 % début 2002, avant de remonter légèrement, pour s'établir à 1,8 % en août 2002. Si des facteurs exceptionnels ont contribué à ce ralentissement (baisse du prix de l'énergie [1], appréciation du dollar), une telle modération de la progression de l'indice des prix à la consommation ne s'était pas produite aux États-Unis depuis le contre-choc pétrolier de 1986. Comme elle se couple, pour la première fois depuis les années 1950, d'une progression négative du déflateur de la valeur ajoutée des sociétés non financières américaines au second trimestre 2002, cette évolution a alimenté depuis quelques mois un débat sur les risques de tendances déflationnistes [2]. Une telle affirmation n'est pas sans danger si l'on a en mémoire l'expérience japonaise, d'autant que de nombreux commentateurs font l'analogie entre la situation américaine actuelle et celle de l'économie nipponne du début des années 1990. Pourtant, cette analogie paraît à certains égards excessive.

La crainte associée à la déflation est double. Elle est jugée plus coûteuse que l'inflation en terme de bien-être. Elle ne peut être efficacement combattue qu'en ayant été anticipée à temps.

Par son interaction avec la dette et ses effets sur l'allocation des ressources, la déflation peut occasionner des coûts importants pour l'économie. Elle conduit à alourdir l'endettement réel des entreprises et des ménages, ce qui entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une diminution de la richesse nette de ces agents. Si dans le même temps la déflation s'accompagne d'une baisse du prix des actifs (actions, obligations, immobilier), alors la richesse nette des agents subit une perte que peut ne pas compenser l'augmentation de la valeur des encaisses réelles. Le recul de l'actif net se répercute sur la valeur des garanties dont le prêteur peut se prévaloir, ce qui peut conduire à l'accumulation de mauvaises créances et aboutir à une situation de *credit crunch*. Dans le même temps, la déflation implique un transfert de revenu des débiteurs vers les créanciers. Si l'on suppose que les emprunteurs ont une propension à consommer plus importante que les prêteurs, alors il en résulte une diminution de la demande agrégée des agents, qui peut contribuer à auto-entretenir la déflation. Si l'on suppose que le seul mécanisme de transmission de la politique monétaire est le canal des taux d'intérêt, et que le taux directeur est proche de zéro, alors un accroissement de la masse monétaire peut être inefficace en cas de trappe à liquidités. Cet argument de trappe à liquidités peut cependant être critiqué, notamment parce qu'il suppose que la monnaie est un substitut parfait d'une large classe d'actifs. D'un point de vue théorique, un changement de base monétaire peut contribuer à résoudre une situation déflationniste, mais les difficultés du Japon montrent que les effets de la politique monétaire restent limités.

L'enlisement de l'économie nipponne aurait pour cause, selon certains auteurs [3], la réaction tardive des autorités budgétaires et monétaires. Ces auteurs admettent que si l'économie est déjà dans en situation de déflation et le taux d'intérêt nominal proche de zéro, les effets de la politique monétaire sont incertains. Mais leur argument principal est que, si les agents anticipent la déflation, alors le stimulus monétaire doit être agressif et même être accompagné d'un stimulus budgétaire. Ce n'est donc pas tant l'efficacité de la politique économique qui est en cause que la capacité à détecter les signaux précurseurs de la déflation. Or, l'expérience japonaise montre justement que c'est difficile, voire impossible.

L'émergence de la déflation est généralement justifiée par l'existence d'excès de capacités. L'insuffisance de la demande agrégée implique alors une baisse des prix. De ce point de vue, les États-Unis offrent certaines ressemblances avec le Japon. La période de suraccumulation de la seconde moitié des années 1990 a entretenu une bulle boursière. Ces excès de capacités, accumulés sous l'impulsion des TIC, pourraient induire des tensions déflationnistes. Ceci suppose cependant que la demande agrégée ralentisse significativement. Un tel ralentissement est conditionné à la poursuite des moins-values boursières et surtout à un retournement du marché immobilier. Le risque de déflation peut paraître d'autant plus important que le taux des *Federal Funds* est à un niveau historiquement bas, c'est-à-dire que la marge de manœuvre pour une nouvelle impulsion est limitée.

1. Aux États-Unis, du fait de l'absence de taxes, les fluctuations du prix du pétrole se répercutent rapidement et de manière prononcée sur la composante énergie de l'indice des prix. Le glissement de cette composante a ainsi atteint – 16 % en février 2002, pour revenir à – 3 % en août.

2. De telles craintes existent aussi pour l'Allemagne. Par exemple, en août 2002, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation se montait à peine à 1 %, contre 3,5 % en mai 2001. Mais ces évolutions sont également imputables à des facteurs exceptionnels (baisse du prix de l'énergie et de l'alimentaire). La singularité de la situation allemande limite la validité d'une analyse conjointe avec les États-Unis.

3. A. Ahearne et *alii*, 2002, « Preventing deflation : lessons from the Japan's experience in the 1990s », *International Finance Discussion Papers*, n° 729, juin.

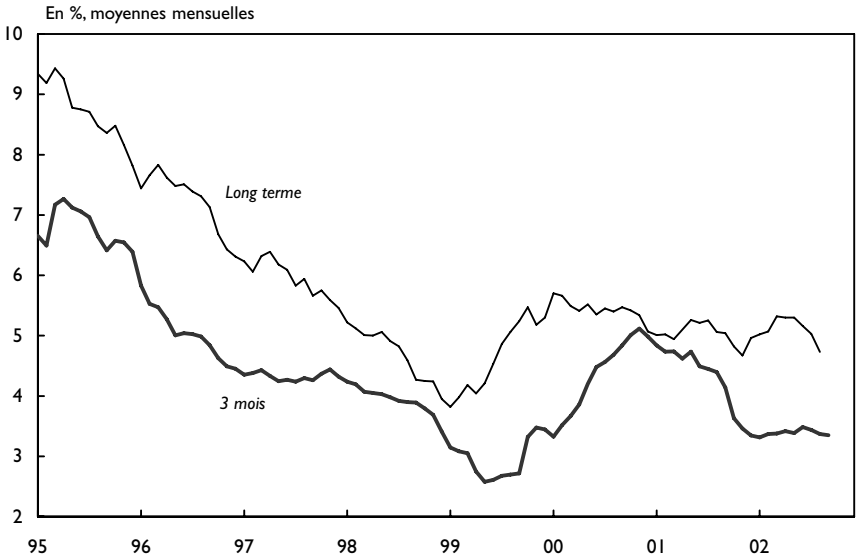
Néanmoins, on peut opposer à ces enchaînements des arguments contraires. Certes, la hausse du prix de l'immobilier est conséquente, mais elle ne suggère pas la formation d'une bulle immobilière, contrairement au Japon. Les excès de capacités concernent certains secteurs de l'économie alors qu'au Japon la suraccumulation était généralisée. Par ailleurs, l'orientation expansionniste de la politique budgétaire en 2002 a incontestablement contribué à circonscrire les enchaînements récessifs aux États-Unis. Du point de vue de la politique monétaire, le niveau actuel des taux d'intérêt est certes bas, mais autorise encore une certaine marge de manœuvre.

Le premier scénario semble la réponse la plus adaptée aux déséquilibres macroéconomiques des États-Unis (malgré l'évaluation à 100 % par les marchés de la probabilité d'une baisse des taux d'ici la fin de l'année). La Réserve fédérale maintiendrait ainsi le niveau actuel du taux des *Federal Funds* au moins jusqu'au printemps 2003 pour amorcer ensuite une remontée progressive de 25 points de base par trimestre. Partant d'un boins bas de 4,3 % au troisième trimestre 2002, les taux longs américains rejoindraient 5 % fin 2003. Cette hausse, modeste, se comprend surtout par rapport à l'évolution des taux longs de la zone euro. Les perspectives de croissance restent meilleures aux États-Unis et les gains de productivité supérieurs. Toutes choses égales par ailleurs (fin des scandales financiers), ceci permettrait de resserrer l'écart des taux longs entre les États-Unis et la zone euro.

... est suivi par la BCE mais plus difficilement justifiable

Lors de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, la BCE a décidé de laisser son taux minimal de refinancement inchangé à 3,25 %. Ce taux n'a pas bougé depuis novembre 2001 (il avait alors baissé de 50pb). L'évolution de la courbe des taux a été marquée, comme aux États-Unis, par les changements d'anticipations sur le suivi de la politique monétaire, et plus précisément par la diminution progressive des anticipations d'une hausse du taux directeur de la BCE. L'évolution des contrats Euribor à trois mois dont les dates d'échéance sont en décembre 2002 et mars 2003 ont diminué respectivement de 110pb et 135pb pour s'établir à 3,21 % au début du mois de septembre. La partie longue de la courbe des taux a aussi enregistré une baisse pour les mêmes motifs de réallocations et de perspectives de croissance moins optimistes. Dans le même temps, les obligations publiques européennes ont affiché un rendement supérieur aux obligations publiques américaines (4,3 % contre 3,6 %) et l'écart tend à s'accroître (graphique 24).

24. Taux d'intérêt nominaux dans la zone euro



Source : OCDE.

L'attentisme de la politique monétaire est justifié par la BCE par le maintien de la stabilité des prix à moyen terme et par les évolutions récentes des deux piliers de la stratégie de la politique monétaire. Concernant le premier pilier, on observe un léger ralentissement du taux de croissance de M3. Le niveau actuel se justifie pour partie, comme aux États-Unis, par le faible coût de détention de la monnaie et par les réaménagements de portefeuilles liés aux motifs de précaution. Les risques associés à l'évolution de l'agrégat large semblent modérés si l'on tient compte du ralentissement du crédit aux agents privés non financiers et le contexte économique global. Concernant le second pilier, les données relatives au PIB en volume indiquent un léger mieux au premier semestre 2002, mais la faiblesse persistante de l'investissement et le tassement de la consommation sont un sujet d'inquiétude. Cette faiblesse combinée au ralentissement de l'inflation et à la hausse de l'euro rendent la position attentiste de la BCE plutôt restrictive.

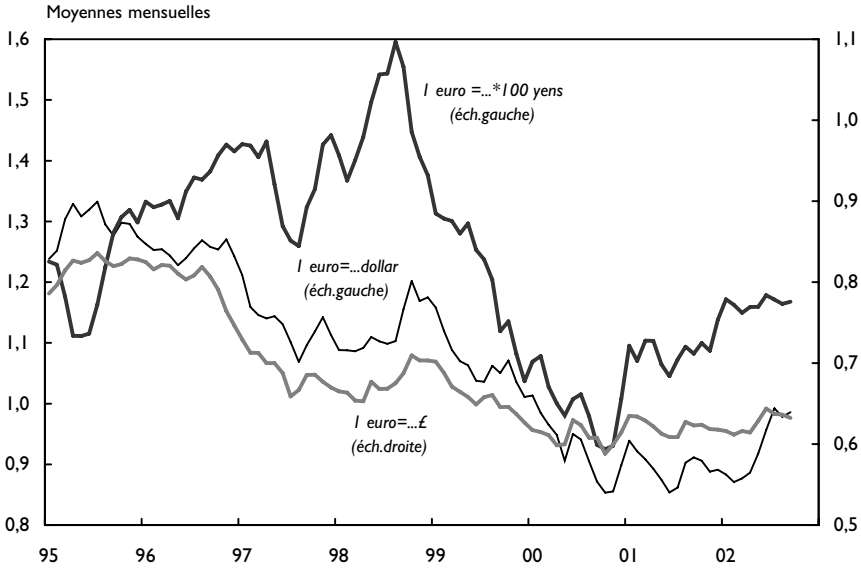
Dans les prochains mois, la question récurrente de l'évolution des déficits budgétaires, les contraintes sur le financement de l'investissement et les perspectives de croissance seront autant d'éléments que la BCE devra prendre en compte. La BCE a souvent évoqué implicitement le niveau bas de l'euro par rapport au dollar pour justifier sa politique monétaire même si la détermination du taux de change ne fait pas partie de son mandat. Il s'agissait avant tout de préserver une certaine crédibilité. Le niveau actuel de l'euro pourrait autoriser une

baisse des taux directeurs, surtout si les perspectives de croissance restaient durablement basses. La BCE a aussi rappelé à maintes reprises la nécessité d'une rigueur de la politique budgétaire et du respect du Pacte de stabilité. La confusion et le manque de coordination des politiques budgétaires nationales peuvent justifier son attentisme. Un *policy mix* plus harmonieux serait souhaitable. Dans cette perspective, la BCE ne modifierait pas son taux de refinancement jusqu'à la fin 2003. Les taux longs remonteraient à 5 %.

Taux de change : le retour timide de l'euro

Les marchés des changes ont été marqués par la vigueur de l'euro (graphique 25). Celui-ci s'est apprécié pour atteindre la parité dans le courant du mois de juin 2002. Après s'être légèrement déprécié durant la seconde quinzaine de juillet, l'euro s'est stabilisé en août dans une fourchette comprise entre 0,97 et 0,99 dollar. Début septembre, le dollar s'est déprécié vis-à-vis des principales monnaies en raison des perspectives économiques. Cependant, cette tendance ne s'est pas confirmée et l'euro s'est maintenu dans la même fourchette qu'en août. En moyenne sur le mois de septembre, l'euro s'est quand même échangé près de 9 % au-dessus de sa moyenne de 2001.

25. Taux de change



Source : Financial Times.

La baisse du dollar vis-à-vis de l'euro s'explique par l'affaiblissement des investissements directs et des achats d'actions américaines par les non-résidents. Dès que les interventions des banques centrales, notamment en Asie, ne suffisent plus, les États-Unis ont recours à l'endettement à court terme pour financer leur déficit courant et le dollar se déprécie. Les pays de la zone euro, ainsi que le Japon, ont largement contribué à financer le déficit de la balance courante des États-Unis dans le passé. En revanche, sur la première moitié de 2002, la balance courante de la zone euro est redevenue excédentaire et, de négatifs, les flux nets d'investissements de portefeuille sont devenus positifs (tableau 1 de l'encadré 9). Ce mouvement est amplifié par le peu de sorties nettes au titre d'opérations de fusions-acquisitions des entreprises européennes. Par ailleurs, même si la zone euro pâtit toujours de certaines rigidités structurelles et d'un *policy mix* peu harmonieux, les États-Unis peuvent être durablement moins attractifs en raison de la persistance de leur déficit courant.

Cette dépréciation du dollar permet d'importer de l'inflation aux États-Unis, ce qui limite le risque de déflation. Cette baisse procure aussi un gain de compétitivité aux industries traditionnelles (acier, automobile) ainsi que des gains substantiels aux pays émergents ancrés au dollar. Mais l'ampleur de la dépréciation est insuffisante pour avoir une incidence sur le déficit courant. La dégradation de ce dernier, parallèlement à la hausse du déficit public, pose le problème de sa soutenabilité.

Cependant, il convient de relativiser la dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro, même si l'évolution des sources de financement du déficit de la balance courante montre de prime abord que la menace sur le dollar se fait plus pressante (encadré 9). En effet, la satisfaction tirée de l'appréciation rapide de l'euro durant les premières semaines de l'été 2002 a vite laissé place à la désillusion. La parité, atteinte brièvement, n'a pas résisté aux perspectives dégradées de la croissance européenne. Paradoxalement (les perspectives de croissance aux États-Unis n'étant guère meilleures), le dollar a mieux tiré son épingle du jeu. Il continue d'être soutenu par les achats de titres américains et par le fait que sa dépréciation n'arrange pas la plupart des pays asiatiques. Le dollar continue ainsi de s'accumuler dans les réserves officielles de ces pays. Un autre argument est de remarquer que le dollar reste la monnaie de référence internationale. La zone euro est loin de se substituer au rôle de *leadership* des États-Unis et les niveaux actuels, proches de la parité, ne font pas encore de l'euro une monnaie forte. Une forte dépréciation du dollar pour réduire le déficit courant (pourtant la solution la plus directe à une réduction de ce déficit) induirait de l'instabilité financière sur les marchés internationaux. Le deficit courant américain est alors dans cette logique un rouage indispensable au fonctionnement du système financier international.

Les États-Unis jouent le rôle d'intermédiaire entre les excés d'épargne et les besoins de financement des pays émergents [12]. De plus, l'importance des obligations publiques dans le financement de long terme du déficit de la balance courante minimise les risques d'un retrait des investisseurs. Finalement, le débat sur l'attractivité des capitaux pour les États-Unis a d'autres composantes telles que la transparence des comptes des entreprises, la rentabilité intrinsèque du capital, la croissance de long terme et la taxation des revenus du capital. L'euro poursuivrait son mouvement d'appréciation jusqu'à 1,05 euro pour 1 dollar fin 2003.

L'euro s'est légérement apprécié par rapport à la livre sterling de la fin avril au début de l'été et s'est stabilisé ensuite. L'euro était à la fin septembre plus élevé de 20 % par rapport au début de l'année. À l'horizon 2003, la parité livre sterling/euro ne devrait pas s'éloigner de son niveau actuel.

Le yen s'est apprécié progressivement vis-à-vis du dollar pour passer d'un niveau proche de 135 yens pour un dollar au début de l'année à un niveau de 120 au début du mois de septembre. Cette appréciation n'est pas bienvenue pour le Japon, dont le récent rebond était essentiellement porté par le dynamisme du commerce extérieur. Le Yen resterait neanmoins à ce niveau jusque fin 2003.

12. Un doute survient quant à la viabilité de ce rôle en période d'aversion au risque, comme c'est le cas aujourd'hui. Les États-Unis, loin de recycler les excès d'épargne, les détournent à leur profit. Les flux de capitaux vers les pays émergents abondent en période de croissance mais manquent en période de crise.

9. Financement du déficit courant américain

L'amélioration du déficit courant américain aura fait long feu. Partant de 4,5 % du PIB fin 2000, le déficit courant s'est réduit jusqu'à 3,6 % du PIB au troisième trimestre 2001 avant de redescendre à 5 % du PIB au deuxième trimestre 2002, ce qui constitue un point bas historique. L'amélioration n'aura donc duré que le temps de la récession (au sens des trois trimestres de baisse du PIB), celle-ci s'étant accompagnée d'un ajustement des importations plus important que celui des exportations. La question du financement du déficit courant et son corollaire ont donc refait surface, le corollaire étant la menace que cette évolution fait peser sur le dollar.

Le grand changement dans les sources de financement du déficit courant américain entre la fin des années 1990 et la première moitié de 2002 est la quasi-disparition des flux nets d'IDE entrants. Après les niveaux exceptionnels de 1999 et 2000 (respectivement 300 et 287 milliards de dollars de flux nets d'IDE entrants), l'année 2001 amorce déjà un retrait (158 milliards de dollars). Et sur les six premiers mois de 2002, les flux nets d'IDE ne totalisent que 19 milliards de dollars (tableau 2). Cette chute provient pour une grande part de la chute des flux nets en provenance de l'Union européenne. Elle reflète la fin de la dernière vague de fusions-acquisitions, concomitante à la bulle boursière et à son éclatement. Elle peut être aussi un premier signe de désaffection des investisseurs étrangers à l'égard des États-Unis, réagissant aux scandales financiers qui ont secoué les marchés depuis la fin 2001.

Les achats nets étrangers de titres privés américains sont eux toujours aussi vigoureux, en particulier grâce aux achats européens. Ces derniers ont été renforcés au deuxième trimestre 2002 par le retour des investisseurs japonais et d'Amérique latine. Malgré la défiance liée aux problèmes de *corporate governance*, le risque États-Unis est sans commune mesure avec le risque qui pèse sur les pays émergents et l'Amérique latine en particulier. Les titres privés américains, et d'ailleurs aussi les titres européens, en particulier les obligations, restent une valeur refuge. Parmi ces titres privés, l'engouement des investisseurs étrangers pour les obligations émises par les agences gouvernementales (de type Fannie Mae et Freddie Mac) est net à partir du début 2000, participant ainsi au *boom* du refinancement des prêts hypothécaires aux États-Unis.

Un autre changement, moins flagrant que les IDE mais néanmoins notable, est le fait que les achats nets étrangers de titres du gouvernement américain sont depuis la fin 2001 de nouveau positifs, alors que depuis 1999 ils étaient négatifs, c'est-à-dire signe de rachats de titres par le Trésor américain. La dégradation rapide du solde budgétaire fédéral a en effet mis fin à la politique de réduction de la dette et consacre le retour des émissions du Trésor comme référence. Ceci ne devrait pas poser problème dans une période d'aversion au risque et de fuite vers la qualité.

Le tassement des flux d'IDE fait que la balance de base ne couvre plus le déficit courant sur la première moitié de 2002, alors que c'était le cas depuis 1999. L'étude de la soutenabilité de la balance courante doit tenir compte de l'emprunteur (les États-Unis) et du prêteur (le reste du monde). Du point de vue de l'emprunteur, il faut tenir compte du déficit de la balance commerciale et de la position internationale nette. Le déficit de la balance commerciale représente pour une période donnée les emprunts nécessaires pour financer l'excès

de la dépense domestique par rapport à la production domestique. Du point de vue du prêteur, il faut tenir compte de la composition et de la taille des portefeuilles. En analysant ces différents critères, Mann* montre que le ratio de la balance courante sur le PIB est insoutenable dans les années à venir.

* C.L. Mann, 2002, « Perspectives on the US Current Account Deficit and Sustainability », *Journal of Economic Perspectives*, volume 16, n° 3, été 2002.

1. Balance des paiements de la zone euro

En milliards d'euros, données brutes

	2000	2001	2001-S1	2002-S1
Compte de transactions courantes	– 59,9	– 2,3	– 20,4	9,3
• Biens	35,6	79,2	21,4	56,8
• Services	– 16,1	3,5	1,5	– 0,0
• Revenus	– 26,7	– 36,8	– 24,2	– 26,6
• Transferts courants	– 52,6	– 48,2	– 19,0	– 20,8
Transfert en capital	9,7	8,5	6,4	6,5
Flux financier	93,4	– 72,3	18,6	– 61,4
• Investissements directs	17,6	– 103,3	– 92,3	– 19,5
Sortants	*– 382,4*	*– 225,5*	*– 146,0*	*– 79,0*
Entrants	*400,0*	*122,3*	*53,6*	*59,5*
• Investissements de portefeuille	– 111,5	36,4	– 12,8	2,9
Sortants	*– 421,8*	*– 270,1*	*– 158,4*	*– 114,0*
Entrants	*301,2*	*306,5*	*145,7*	*116,9*
• Autres flux	171 ,5	– 2,7	113,0	– 48,1
• Produits financiers dérivés	– 1,7	– 20,6	– 1,3	– 0,6
• Avoirs de réserve	17,6	17,8	12,0	3,8
Erreurs et omissions nettes	– 43,2	66,1	– 4,6	49,2

Source : BEA.

2. Balance des paiements des États-Unis

En milliards de dollars, données brutes

	2000	2001	2001-S1	2002-S1
Compte de transactions courantes	– 410,3	– 393,4	– 195,8	– 229,2
• Biens	– 452,4	– 427,2	– 208,7	– 215,0
• Services	73,7	68,9	28,9	21,9
• Revenus	21,8	14,4	7,1	– 7,3
• Transferts courants	– 53,4	– 49,5	– 23,1	– 28,7
Transfert en capital	0,8	0,8	0,4	0,4
Flux financier	443,3	455,9	185,7	165,6
• Investissements directs	135,2	1,9	33,4	– 43,9
Sortants	*– 152,4*	*– 156,0*	*– 63,0*	*– 62,7*
Entrants	*287,7*	*157,9*	*96,4*	*18,8*
• Investissements de portefeuille	360,7	400,8	164,8	167,0
Sortants	*– 124,9*	*– 97,7*	*– 78,7*	*– 7,9*
Entrants	*485,6*	*498,4*	*243,5*	*174,9*
• Autres flux	– 52,3	58,1	– 11,4	43,9
• Avoirs de réserve	– 0,3	– 4,9	– 1,1	– 1,4
Erreurs et omissions nettes	0,7	10,7	9,7	63,2

Source : Banque centrale européenne.

Les politiques budgétaires en Europe et aux États-Unis

Les années 1993-2000 ont été marquées par un assainissement important des finances publiques en Europe, dans le cadre de la convergence vers la monnaie unique. Le déficit de la zone euro est passé d'un pic de 5,8 % du PIB en 1993 à 0,9 % (hors recettes UMTS) sept ans plus tard. En 2000, les perspectives de croissance étaient favorables, ce qui a poussé les pays de la zone a engager des politiques légèrement expansionnistes (et pro-cycliques), notamment sous la forme de réductions de prélèvements obligatoires. Conjugué au retournement de la conjoncture internationale en 2001, ce changement de la politique budgétaire a eu pour conséquence une augmentation des déficits publics de la zone euro en 2001 et 2002, pour la première fois depuis 1993.

Les évolutions prévues par les troisième et quatrième programmes de stabilité (publiés respectivement début 2001 et début 2002) n'ont pas été respectées, ce qui a eu pour conséquence des mises en gardes de la Commission européenne, qui a recommandé au Conseil *Ecofin* un « avertissement précoce » à l'égard de l'Allemagne et du Portugal dont les déficits avaient fortement augmenté. Les trois plus grands pays de la zone (70 % du PIB) ont des déficits nettement plus élevés que les autres (hormis le Portugal). La politique budgétaire européenne, qui était un soutien à la croissance en 2000 et 2001, devient progressivement restrictive : l'objectif de stabilité des déficits prime sur l'objectif de stabilisation macroéconomique.

La politique budgétaire est beaucoup plus active aux États-Unis que dans la zone euro

Le ralentissement économique a été plus fort aux États-Unis et au Royaume-Uni que dans la zone euro. Mais du fait d'une politique macroéconomique très expansionniste, la croissance économique est restée légèrement supérieure aux États-Unis et au Royaume-Uni. Dans ces deux pays, les soldes publics étaient excédentaires avant le ralentissement, à l'inverse de la zone euro (tableau 11). Les marges de manœuvre de la zone euro pour stimuler son économie au moment du ralentissement en 2001 étaient beaucoup plus faibles. Alors que le solde américain était supérieur de 3,2 points de PIB au solde de la zone euro en 2000, l'écart serait quasiment nul en 2002. En 2003, le déficit américain augmenterait fortement, atteignant 2,3 % du PIB, alors qu'il se réduirait dans la zone euro du fait des mesures de redressement engagées.

11. Positions budgétaires en Europe et aux États-Unis

Croissance du PIB en %	2000	2001	2002	2003	Moyenne 1999 - 2003
Etats-Unis	3,8	0,3	2,2	2,0	2,1
Zone euro	3,5	1,5	0,7	1,8	1,8
Royaume uni	3,1	2,0	1,4	2,3	2,1
Solde public (hors UMTS) en % du PIB	2000	2001	2002	2003	Variation 2000 - 2003
Etats-Unis	2,3	0,4	– 1,9	– 2,3	– 4,6
Zone euro	– 0,9	– 1,5	– 2,0	– 1,8	– 0,9
Royaume-Uni	1,6	0,8	– 1,0	– 1,7	– 3,3
Impulsion budgétaire en point de PIB	2000	2001	2002	2003	Moyenne 2000 - 2003
Etats-Unis	– 0,3	0,6	2,3	0,0	0,7
Zone euro	0,5	0,2	– 0,1	– 0,5	0,0
Royaume-uni	0,1	0,9	1,2	0,7	0,7

Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévisions OFCE.

En 2001 et au premier semestre 2002, les États-Unis ont mis en place une politique de relance très forte qui, cumulée à une politique monétaire accommodante, a sorti le pays de l'atonie. L'activisme de la politique budgétaire britannique a des causes plus structurelles. Après des années de contrôle très strict des dépenses publiques, le *New Labour* a augmenté sensiblement la consommation et l'investissement publics, notamment en faveur de l'éducation et de la santé. L'augmentation de deux points [13] du taux de cotisations sociales en avril 2003 ne financera que partiellement ces hausses de dépenses. La politique budgétaire soutient nettement l'économie depuis 2001.

La zone euro, au contraire, cherche à redresser ses comptes publics à partir de 2002. En 2001, la politique budgétaire de la zone euro est restée légèrement expansionniste (impulsion de 0,2 point de PIB) essentiellement du fait de l'Allemagne. Cela a creusé le déficit de la zone, dans un contexte de ralentissement économique (1,5 % de croissance en 2001 après 3,5 % en 2000). Le ralentissement se poursuivrait sur l'ensemble de l'année 2002 alors que la politique budgétaire serait globalement neutre, la politique expansionniste de la France prenant le relais de la politique allemande, tandis que les principaux voisins s'engageraient dans des politiques modérément restrictives (tableau 12). En 2003, presque tous les pays de la zone euro se lanceraient dans des politiques d'assainissement budgétaire, les plans de réduction des déficits étant particulièrement importants en Allemagne, au Portugal et aux Pays-Bas.

13. Un point de hausse des cotisations patronales et un point de hausse des cotisations salariés.

Ces mesures permettraient de réduire modérément le déficit de la zone euro, qui passerait de 2 à 1,8 % du PIB, dans une conjoncture (croissance de 1,8 %) qui ne permet pas de réduire les déficits conjoncturels.

12. Politiques budgétaires dans la zone euro

Croissance du PIB en %	2000	2001	2002	2003	Moyenne 2001/2002/ 2003
Allemagne	3,1	0,7	0,3	1,5	0,9
France	4,2	1,8	0,9	1,8	1,5
Italie	2,9	1,8	0,4	1,6	1,2
Espagne	4,2	2,7	1,9	2,4	2,3
Pays-Bas	3,5	1,1	0,2	0,8	0,7
Belgique	4,0	1,0	0,5	2,2	1,2
Autriche	3,3	0,8	0,3	1,6	0,9
Finlande	6,1	0,7	1,3	3,7	1,9
Grèce	4,1	4,1	3,4	3,8	3,8
Portugal	3,6	1,7	0,7	1,4	1,3
Irlande	11,5	5,0	3,0	4,0	4,0
Zone euro	3,5	1,5	0,7	1,8	1,3
Soldes publics hors UMTS en % du PIB	2000	2001	2002	2003	Variation 2000-2003
Allemagne	– 1,3	– 2,8	– 3,2	– 2,5	– 1,2
France	– 1,3	– 1,5	– 2,6	– 2,9	– 1,6
Italie	– 1,7	– 2,2	– 2,2	– 2,0	– 0,3
Espagne	– 0,8	– 0,1	– 0,2	– 0,4	0,4
Pays-Bas	1,5	0,1	– 0,6	– 0,4	– 1,9
Belgique	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0
Autriche	– 1,9	0,1	– 0,9	– 1,2	0,7
Finlande	7,0	4,9	3,2	3,3	– 3,7
Grèce	– 0,8	– 0,4	0,4	1,0	1,8
Portugal	– 3,3	– 4,1	– 3,0	– 2,7	0,6
Irlande	4,4	1,5	– 0,4	– 1,5	– 5,9
Zone euro	– 0,9	– 1,5	– 2,0	– 1,8	– 0,9
Impulsions[1] en points de PIB	2000	2001	2002	2003	Moyenne 2000-2003
Allemagne	0,8	1,0	– 0,2	– 1,0	0,2
France	0,8	– 0,2	0,6	– 0,2	0,3
Italie	0.6	0.3	– 0,2	– 0,5	0,1
Espagne	0,3	– 0,7	– 0,3	0,1	– 0,2
Pays-Bas	– 0,2	0,8	– 0,6	– 1,0	– 0,3
Belgique	0,5	– 0,6	– 0,5	– 0,2	– 0,2
Autriche	0,0	– 2,7	– 0,3	0,2	– 0,7
Finlande	– 3,4	1,1	0,8	0,2	– 0,4
Grèce	0,0	0,4	– 0,2	– 0,1	– 0,1
Portugal	1,1	0,5	– 2,1	– 1 ,0	– 0,4
Irlande	0,1	1,8	– 0,4	– 0,2	0,3
Zone euro	0,5	0,2	– 0,1	– 0,5	0,0

1. Opposé de la variation du solde budgétaire structurel hors charges d'intérêt. Un chiffre positif signifie une politique expansionniste.
Sources : OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE.

10. La politique budgétaire aux États-Unis

La dégradation du solde budgétaire fédéral américain entre 2001 et 2002 a été rapide et importante. Selon les estimations d'août du CBO, le solde devrait afficher un déficit de 157 milliards de dollars pour l'année budgétaire 2002 (courant du 1er octobre 2001 au 30 septembre 2002), soit 1,5 % du PIB, après avoir atteint en 2001 un excédent de 1,3 % du PIB. Pour 2003, en tenant compte des lois déjà votées, le déficit atteindrait 145 milliards de dollars (1,3 % du PIB).

Le changement législatif le plus significatif est le vote le 9 mars 2002 du *Job Creation and Worker Assistance Act*, plus communément appelé *economic stimulus package*. C'est le second plan de relance en deux ans, après l'*Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act* voté en juin 2001. Les incitations à l'investissement consistent en la possibilité d'un amortissement accéléré du capital : les biens d'équipements achetés entre le 11 septembre 2001 et le 11 septembre 2004 peuvent être amortis à hauteur de 30 % au cours de la première année de mise en place. De plus, le report des déficits est étendu de deux à cinq ans pour les sociétés affichant des pertes en 2001 et 2002. L'extension de la durée d'indemnisation du chômage vaut pour ceux dont les droits sont déjà interrompus. La loi octroie une extension de 13 semaines aux chômeurs de longue durée, quelque soit le niveau du taux de chômage de leur État. Dans les États où le taux de chômage est particulièrement élevé, les chômeurs bénéficient de 13 autres semaines d'indemnisation.

L'impulsion budgétaire calculée pour 2002 et 2003 (années calendaires) repose sur l'hypothèse que l'impulsion issue des lois récemment votées (soit 59 milliards de dollars, c'est-à-dire 0,6 point de PIB en 2002, et 80 milliards en 2003, c'est-à-dire 0,7 point de PIB) vient en sus de celle déjà présente dans l'évaluation par le CBO du budget de Bush. Cela correspond donc à une impulsion de 2,3 points de PIB en 2002 et nulle en 2003. Le déficit des administrations publiques qui en résulte s'établirait à 1,9 % du PIB en 2002 et à 2,3 % en 2003*.

* Année budgétaire et calendaire sont confondues. Le calcul de l'impulsion n'est de ce fait que très approximatif et les chiffres de solde budgétaire non comparables à ceux du CBO. De plus, ceux du CBO ne couvrent que l'administration fédérale et ils reposent sur une hypothèse de croissance plus optimiste.

La vertu est dans les petits pays

À l'intérieur de la zone euro, la situation est contrastée. Trois des quatre plus grands pays ont encore un déficit supérieur ou égal à 2 % du PIB en 2003. Les déficits du Portugal et de l'Allemagne ont dépassé le seuil de 3 % du PIB en 2001 et fort probablement en 2002. Mais de vigoureuses mesures de redressement ont été mises en œuvre.

L'**Allemagne** a dépassé le seuil de 3 % de déficit en 2002, essentiellement à cause du fort ralentissement économique. Le gouvernement Schröder a annoncé un plan de redressement des comptes publics de grande ampleur pour 2003 (impulsion négative de presque 1 point de PIB), qui concernera essentiellement de fortes économies de dépenses. En trois ans, le déficit s'est accru de 1,2 point de PIB pour une croissance moyenne très faible (0,9 %) : en moyenne, la politique budgétaire a été restrictive de 0,1 point de PIB sur trois ans.

La **Portugal** a connu un déficit très élevé en 2001 (4,1 % du PIB) et n'avait d'autre choix que de chercher à redresser fortement les comptes publics en 2002. En deux ans (2002 et 2003), le Portugal a visé à réduire son déficit structurel de 1,8 point de PIB et le déficit repasserait sous la barre des 3 % du PIB en 2003 (2,7 %). La croissance a été très faible en 2002 (0,8 %), mais redémarrerait en 2003 (1,4 %).

Bien que le déficit français ne dépasse pas 3 %, la **France** est considérée comme le mauvais élève de l'Europe : en 2002, le déficit se serait creusé de 1,2 point de PIB sous l'effet conjugué d'un fort ralentissement économique et d'une forte impulsion budgétaire : les dépenses publiques ont été assez dynamiques (+ 2,6 % en volume), mais surtout les prélèvements obligatoires ont fortement baissé. En 2003, la politique budgétaire serait légèrement restrictive du fait du ralentissement des dépenses publiques (+ 1,7 % en volume), mais on est loin d'un redressement des comptes publics souhaité par la Commission. Celle-ci a émis des critiques très fortes à l'égard de la France suite à la présentation du budget 2003 et des perspectives de finances publiques à l'horizon 2006, qui ne prévoient pas un retour à l'équilibre à cette date. Elle s'apprête à adresser à la France un avertissement (encadré 11).

En **Italie**, le déficit a augmenté de 0,5 point de PIB en 2001 du fait du ralentissement économique. Il a atteint 2,2 % du PIB et non 1,4 % comme le prévoyait le gouvernement car les mesures de titrisation n'ont pas été validées par Eurostat (encadré 12). Les années suivantes, la politique budgétaire devrait être légèrement restrictive, ce qui permet de réduire faiblement le déficit public, à 2 % du PIB en 2003 malgré une croissance faible (1 % par an en moyenne en 2002 et 2003). La Commission considère que le déficit ne se réduit pas suffisamment.

Plus royaliste que le roi, le gouvernement de Juan Carlos a critiqué le report de l'objectif d'équilibre des finances publiques de 2004 à 2006 proposé par la Commission européenne fin septembre 2002. Dans son budget 2003, le gouvernement **espagnol** annonce un équilibre des finances publiques. L'OFCE prévoit un déficit de 0,4 point de PIB dû à une croissance plus faible (2,4 % contre 3 % prévus dans la loi de finances). Il reste que la politique budgétaire espagnole conduit à améliorer le solde structurel de 0,2 point de PIB par an en moyenne

en 2001, 2002 et 2003. Malgré un ralentissement, la croissance reste supérieure à la moyenne européenne, la part des dépenses publiques dans le PIB se réduit, ce qui permet de financer des baisses d'impôt sur le revenu (de 0,4 point de PIB) et sur les entreprises.

Mis à part le Portugal, les « petits pays » de la zone ont des finances publiques dans un état satisfaisant. Le ralentissement économique de 2002 a détérioré les soldes publics. En Finlande, en Irlande et au Luxembourg, les excédents se sont réduits, tandis qu'aux Pays Bas, en Belgique, en Autriche, les soldes qui étaient légèrement positifs sont devenus modérément déficitaires.

Comme l'Espagne, la Belgique et les Pays Bas ont une politique très orthodoxe. Les **Pays Bas** connaissent un très fort ralentissement économique en 2002 et 2003. En 2002, les comptes publics sont passés dans le rouge alors que l'économie stagnait (0,2 % de croissance). Le solde public se détériore de 1,9 point de PIB entre 2000 et 2003, et des mesures de redressement sont engagées pour réduire le déficit. La **Belgique** a également connu une conjoncture difficile en 2001 et 2002, mais elle a compensé la diminution du solde conjoncturel par une amélioration du solde structurel.

L'**Irlande** a fortement ralenti ; ses comptes publics sont devenus déficitaires et le gouvernement a mis en place une politique de redressement.

11. Les procédures d'avertissement précoce et de déficit excessif

Prévue par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) la procédure d'avertissement précoce précède celle de déficit excessif. Elle prévoit que, sur la base d'une évaluation transmise par la Commission, le Conseil *Ecofin* vérifie toute divergence significative du solde public de l'objectif de moyen terme ou du chemin établi pour l'atteindre inscrit dans les programmes de stabilité. Bien que le PSC ne prévoie pas une définition de divergence significative, la Commission a identifié trois critères pour la caractériser : l'ampleur du dérapage par rapport à l'objectif, l'origine cyclique ou discrétionnaire du dérapage et le risque de déficit excessif. Lorsqu'à la présentation semestrielle des chiffres de déficit par les pays, la Commission repère le risque de déficit excessif, la même procédure de recommandation est engagée. Le Conseil, qui vote à la majorité qualifiée, décide de l'existence du déficit excessif, mais si le pays s'engage sur des mesures efficaces d'ajustement du solde public, la procédure peut être suspendue. Une sanction automatique est engagée si le déficit dépasse 3 %. Dans une première phase, elle prend la forme d'un dépôt non rémunéré égal à 0,2 % du PIB, auquel s'ajoute une partie variable égale à 0,1 % pour chaque point d'écart du déficit de la valeur de référence de 3 %. Le dépôt est transformé en amende si le déficit excessif perdure au-delà des deux ans.

Dans le cas allemand, la recommandation d'avertissement précoce de la Commission en 2001 a été motivée par l'ampleur du dérapage (1,7 point de PIB) et par le risque potentiel d'un déficit excessif. Dans le cas du Portugal, à la dimension du dérapage (1,1 point de PIB) s'ajoutait sa nature partiellement discrétionnaire (0,7 point de PIB) et l'absence de suivi des mesures recommandées lors de la présentation de la version précédente du programme de stabilité. Le Conseil a ensuite délibéré contre l'application de l'avertissement précoce, car les deux pays ont pris les engagements souhaités par la Commission. La première utilisation de la procédure de déficit excessif date de juillet 2002, lorsque le déficit du Portugal s'est soldé à 4,1 %. À ce jour, la première étape s'est conclue avec le rapport de la Commission sur les finances publiques portugaises. Après l'envoi de la recommandation de la Commission en octobre 2002, le Conseil s'est engagé a délibérer avant le 5 novembre. Le Portugal, sur qui incombe une sanction de 0,3 point de PIB, ne peut invoquer ni un événement exceptionnel ni une origine entièrement cyclique (qui compte pour seulement 0,6 point) de son déficit.

L'Allemagne, l'Italie, le Portugal et la France présentent, en 2002, un dérapage important par rapport aux engagements de la dernière version des programmes de stabilité. Selon les critères adoptés en 2001, la Commission serait obligée de relancer la procédure de recommandation. Le déficit allemand devrait dépasser 3 % ce qui enclencherait une procédure de sanction, et la France devrait recevoir un avertissement préventif pour risque de déficit excessif.

Les politiques budgétaires mises en œuvre

En **Allemagne**, le budget 2003 sera un budget de rigueur. Le nouveau gouvernement est coincé entre une conjoncture très difficile et la contrainte du Pacte de stabilité. Un nouveau plan d'économies de 10 milliards d'euros (0,5 point de PIB) a été annoncé. Il pourrait notamment porter sur les aides à la construction. Les dépenses publiques devraient augmenter de 1,4 % du PIB. Une partie de la nouvelle majorité sociale-démocrate/vert préconise des hausses d'impôts concernant l'impôt sur les successions, la TVA, ainsi que la réintroduction de l'impôt sur le patrimoine supprimé en 1997. Le ministre des finances Eichel, qui s'y oppose, a, semble-t-il, obtenu gain de cause. Des hausses de prélèvements auront cependant lieu : les cotisations sociales augmenteront de 0,7 point, et le fonds de solidarité des victimes des inondations sera alimenté par la hausse temporaire du taux d'impôt sur les bénéfices des sociétés (de 25 à 26,5 %) et par le report d'un an de la baisse prévue de l'impôt sur le revenu.

En **France**, le budget 2003 prévoit quelques baisses d'impôts, essentiellement la diminution de la taxe professionnelle et de l'impôt sur le revenu (y compris la prime pour l'emploi, impôt négatif), qui complètent la forte baisse réalisée en octobre 2002. Les taxes sur le

tabac seront fortement augmentées. Mi-2002, l'assurance chômage a dû augmenter ses cotisations pour faire face à l'augmentation du nombre d'allocataires. Le contrôle des dépenses, qui augmenteront de 1,7 % en volume, compense les baisses nettes de prélèvements équivalentes à 0,2 % du PIB. Le programme pluriannuel à l'horizon 2006 prévoit de ne respecter ni les exigences de la Commission européenne (équilibre en 2006), ni les promesses du candidat Chirac (mesures très généreuses notamment en ce qui concerne les baisses d'impôts).

En **Italie**, le budget 2003 s'éloigne de l'objectif encore récemment affiché d'un équilibre des comptes publics en 2003. Le déficit prévu par la loi de finances est de 1,5 % du PIB l'an prochain, en diminution de 0,6 point de PIB. Cette réduction est permise par les mesures de clémence en faveur des contribuables suspectés de fraude, qui sont censées rapporter 8 milliards d'euros (0,6 point de PIB). Pour le reste, les économies de dépenses (0,6 point de PIB, notamment dans le domaine de la santé et des transferts aux régions), doivent permettre de financer des baisses de prélèvements obligatoires : le premier volet de la réforme de l'impôt sur le revenu (0,4 point de PIB) est centré sur les bas revenus : les plus bas revenus deviendraient non imposables et les taux diminueraient progressivement pour les revenus inférieurs à 25 000 euros. Par ailleurs, le taux d'imposition des sociétés serait réduit de 36 à 34 %. Pour résumer, la réforme fiscale est prioritaire par rapport à la réduction du déficit public.

En février 2002, le **Portugal** avait échappé à un avertissement préventif de la part du Conseil européen pour risque de déficit excessif en 2002, en contrepartie d'un plan de réduction drastique des dépenses. Finalement, le déficit a atteint 4,1 % en 2001 et la Commission a entamé une procédure à l'encontre du Portugal pour déficit excessif. Le nouveau gouvernement, élu en mars 2002, a voté un budget rectificatif pour l'année en cours destiné à redresser rapidement les finances publiques. Le taux normal de TVA a été augmenté de 17 à 19 %, ce qui devrait rapporter 0,3 point de PIB de recettes supplémentaires en 2002, et les dépenses publiques ont été réduites à hauteur de 0,8 point de PIB (report de projets d'investissement public, diminution du nombre de fonctionnaires). Les baisses d'impôts promises par le nouveau gouvernement pendant la campagne électorale ont été reportées à 2004 au plus tôt.

En 2001 et 2002, le dynamisme des dépenses publiques (éducation et santé notamment) avaient soutenu la croissance économique des **Pays Bas**. L'année 2003 marque une rupture. La nouvelle coalition, alliant les Chrétiens démocrates, le parti de Pim Fortuyn et le parti libéral, a programmé des coupes budgétaires importantes ainsi qu'une augmentation des prélèvements obligatoires. Les réductions de dépenses annoncées, qui représentent presque 0,6 point de PIB, concernent essentiellement la baisse du nombre de fonctionnaires, le

contrôle des salaires de la fonction publique, la diminution des prestations sociales et la limitation de la croissance des dépenses des collectivités locales. Ces coupes budgétaires seront partiellement compensées par des hausses de 0,2 point de PIB, essentiellement dans le domaine de la santé. La hausse des impôts en 2003 représente 0,8 point de PIB et concerne essentiellement la suppression des avantages fiscaux en faveur de l'épargne salariale, la diminution des incitations à l'épargne retraite et aux économies d'énergie, et l'augmentation des prélèvements sociaux (finançant la santé). Les crédits d'impôts pour les bas salaires seront au contraire augmentés.

12. La finance créative

Depuis 1999, plusieurs pays (Italie, Grèce, Autriche, Irlande et Finlande) ont eu recours à des opérations de titrisation pour engendrer des recettes extraordinaires dans le processus de maîtrise du déficit. Ces recettes ont un impact uniquement sur le solde nominal, sans influencer l'évolution structurelle du déficit. Elles consistent en un transfert de propriété d'un actif public à une société privée créée pour l'occasion, qui se charge de la vente ou de la gestion de l'actif. Le gouvernement peut aussi transférer des revenus non affectés à des actifs inscrits dans son bilan. Afin d'effectuer le paiement du transfert de propriété, la société contracte un emprunt sous forme d'obligations garanties par l'actif et émises pour le compte de la société. L'emprunt est remboursé par la vente de l'actif ou par un revenu futur. L'avantage pour l'État est d'anticiper les recettes dérivantes de l'aliénation ou de la gestion de l'actif. D'autre part, comme le risque de la vente est assumé par la société privée, le paiement versé inclut une prime de risque et, sur l'opération, l'État paie un taux d'intérêt implicite supérieur à celui de la dette publique.

En juillet 2002, Eurostat s'est prononcé sur l'acceptabilité de ces opérations excluant leur comptabilisation en réduction du déficit public dans trois cas :

1. transfert de recettes futures non affectées à un actif inscrit en bilan, mais résultant d'une activité du gouvernement ;

2. transfert couvert par une garantie de l'État impliquant un transfert partiel du risque ;

3. présence d'une clause de paiement futur additionnel ou différence entre paiement initial et prix de marché supérieur à 15 %.

Le gouvernement autrichien a effectué une opération de titrisation d'un montant de 1,1 point de PIB entre 2000 et 2003 dans le but de transférer la plupart du parc immobilier des APU à une société publique, afin de le relouer à l'administration aux prix du marché. L'état fédéral conserve la propriété indirecte des biens et ne fait qu'améliorer leur gestion. Cette opération rentre donc dans le cas 2 et Eurostat s'est prononcé contre la comptabilisation en réduction du déficit.

En Italie, en 2001, le montant des opérations de titrisation s'est élevé à 0,56 point de PIB, concernant les recettes futures du jeu du loto pour 0,26 point de PIB et des ventes d'immeubles publics pour 0,3 point. La première

opération rentre dans le cas 1, car il s'agit de recettes de la gestion courante des APU ; dans la deuxième le prix de vente était inférieur de 30 % au prix du marché (cas 3). Leur comptabilisation manquée a provoqué la révision de l'estimation initiale du déficit de 1,6 % à 2,2 % du PIB. Toutefois, elles contribuent à la réduction du déficit pour 0,2 et 0,1 point de PIB respectivement en 2002 et 2003. Au total, sur la période 2001-2004, le gouvernement prévoit d'effectuer des titrisations pour 1,4 point de PIB.

La Commission européenne très critique

La réduction des déficits publics a été très forte au cours des années 1990. Le déficit de la zone euro s'est réduit à 0,9 % du PIB (hors recettes UMTS) en 2000, alors qu'il valait presque 6 % en 1993. Cet ajustement s'explique par trois facteurs : l'amélioration de la conjoncture économique ; la forte baisse des charges de la dette, essentiellement du fait de la convergence des taux vers les taux les plus bas de la zone (les taux allemands) ; et des politiques budgétaires rigoureuses pour satisfaire au critère de Maastricht stipulant un déficit inférieur à 3 %. Les premiers programmes de stabilité prévoyaient une poursuite de la réduction des déficits publics en Europe, mais le ralentissement conjoncturel a renversé la tendance. Le déficit de la zone euro est passé de 0,9 % du PIB en 2000 à 2 % en 2002.

Outre cette remise en cause générale de la tendance à la suppression des déficits, la forte augmentation des déficits en Allemagne et au Portugal en 2001 et en France en 2002, a amené la Commission européenne à affirmer solennellement son dogme de politique budgétaire en proposant des avertissements contre le Portugal et l'Allemagne début 2002. Un avertissement préventif devrait être rendu contre la France après l'annonce par le nouveau gouvernement d'une stabilisation du déficit public à un niveau jugé élevé en 2003 (2,6 %). Fin septembre 2002, le commissaire européen aux affaires économiques et financières, Pedro Solbès, a envoyé un signal de détente. Il a admis officiellement que l'objectif d'un solde proche de l'équilibre en 2004, encore affirmé au Conseil européen de Barcelone en mars 2002, « ne semblait plus réalisable, même en terme de déficit corrigé de la conjoncture ». Ce que tous les observateurs savaient dès le début de l'année 2002. L'objectif d'équilibre est repoussé à 2006 au plus tard. La Commission affirme également la nécessité de réduire le déficit structurel de 0,5 % par an. Compte tenu du niveau de déficit de certains pays, cet objectif suppose un ajustement budgétaire important.

Le traité d'Amsterdam stipule deux critères de politique budgétaire : les déficits ne doivent pas dépasser 3 %, à moins d'une situation

exceptionnelle, et les soldes publics doivent être équilibrés à moyen terme. L'objectif d'un équilibre à moyen terme, autrement dit d'un solde structurel nul, est plus contraignant que le seuil des 3 %. La Commission a calculé un solde de référence, qui permet de laisser fonctionner les stabilisateurs automatiques sans dépasser la limite des 3 % « en conditions cycliques normales » (tableau 13). La contrainte budgétaire requise est d'autant plus stricte que le solde est sensible aux fluctuations cycliques et que l'activité économique est caractérisée par une plus forte variabilité. Or, dans l'Union européenne, seule la Finlande subit des fluctuations cycliques telles qu'en basse conjoncture le déficit conjoncturel soit supérieur à 3 %. En moyenne, un déficit structurel de 1,4 % du PIB permet de rester sous la barre de 3 % en conjoncture basse. En Allemagne et en France, la contrainte budgétaire minimale est légèrement plus souple compte tenu de conjonctures moins cycliques. Un solde structurel un peu supérieur à la contrainte budgétaire minimale donnerait des marges aux gouvernements pour mettre en place des mesures de soutien discrétionnaire le cas échéant, mais on reste loin de l'objectif de solde nul à moyen terme.

13. Soldes budgétaires et Pacte de stabilité

En point de PIB

	Contrainte budgétaire minimale[1] (a)	Solde structurel[2] en 2001 (b)	Solde structurel[2] en 2002 (c)	Ecart 2001 (b)-(a)	Ecart 2002 (c)-(a)
Allemagne	– 1,6	– 2,5	– 2,1	– 0,9	– 0,5
France	– 1,7	– 1,6	– 1,9	0,1	– 0,2
Italie	– 1,5	– 1,5	– 1,0	0,0	0,5
Espagne	– 1,5	– 0,7	– 0,4	0,8	1,1
Portugal	– 1,2	– 3,2	– 2,8	– 2,0	– 1,6
Zone euro	– 1,4	– 1,5	– 1,2	– 0,1	0,2

1. Solde budgétaire structurel nécessaire pour ne jamais dépasser 3 % de déficit en « conditions cycliques normales ».
2. Estimations Commission européenne.
Source : Commission européenne, prévisions de mai 2002.

Il reste qu'en Allemagne, au Portugal, et en 2002 en France, le déficit structurel est supérieur au déficit structurel permettant de ne pas dépasser 3 % de déficit en cas de conjoncture normalement basse. Le dépassement de ce seuil par le Portugal en 2001 et par l'Allemagne en 2002 illustre cette appréciation. En 2003, le déficit français serait, on l'a vu, très proche de 3 %. Compte tenu de la taille de ces économies (l'Allemagne et la France représentent plus de la moitié du PIB européen), cela explique l'insistance de la Commission et de certains pays « vertueux » (Espagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche)

pour une application stricte du Pacte. Ils craignent que les déficits importants de leurs voisins aient pour effet d'augmenter les taux d'intérêt, avec pour conséquence une augmentation du coût de la dette publique et une éviction de l'investissement privé.

Pourtant, sur le plan conjoncturel, réduire les déficits alors que le PIB européen croit très faiblement paraît contestable. Après une année 2002 très morose (0,7 % de croissance en 2002), la reprise économique est modérée (croissance de 1,8 % en moyenne annuelle en 2003) et l'ajustement budgétaire pèse sur la demande intérieure. On peut se demander si l'Europe a vraiment intérêt à ce que l'Allemagne et la France appliquent les recommandations de la Commission et mettent en place une politique nettement restrictive qui pèserait indubitablement sur la conjoncture de leurs voisins. Avec 1,3 % de croissance moyenne sur trois ans (2001-2002-2003), est-ce vraiment le moment d'engager des politiques de réduction des déficits ? Les politiques actives de réduction des déficits sont plus efficaces dans les périodes de croissance forte.

Le raisonnement en terme de solde structurel est un progrès puisqu'il prend en compte le creusement spontané et nécessaire des comptes publics dans les périodes de conjoncture basse. Mais l'objectif d'un équilibre à moyen terme suppose des excédents primaires durables. Cela implique une annulation à terme de la dette publique en point de PIB. La théorie économique ne prouve pas que ceci soit souhaitable. La Commission reproche aux gouvernements de ne pas avoir profité des quelques années de reprise forte pour améliorer les comptes publics. Mais cette analyse suppose que le potentiel de croissance des économies européennes dans les années qui viennent corresponde à leur croissance moyenne des années passées. Or, le niveau élevé du chômage autorise une croissance sans tensions nettement plus forte dans les prochaines années. De plus, l'analyse en terme de solde structurel ne prend pas en compte l'effet macroéconomique de la politique budgétaire puisque la croissance économique est supposée exogène.

Achevé de rédiger le 8 octobre 2002