



**HAL**  
open science

## La traversée du désert

Xavier Timbeau, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valerie Chauvin,  
Guillaume Chevillon, Gael Dupont, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Matthieu  
Lemoine, Catherine Mathieu, et al.

► **To cite this version:**

Xavier Timbeau, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valerie Chauvin, Guillaume Chevillon, et al.. La traversée du désert : Perspectives 2003-2004 pour l'économie mondiale. Revue de l'OFCE, 2003, 85, pp.11 - 92. 10.3917/reof.085.0011 . hal-03458666

**HAL Id: hal-03458666**

**<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-03458666>**

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.

## SOMMAIRE

### LA TRAVERSÉE DU DÉSERT

#### *Perspectives 2003-2004 pour l'économie mondiale*

Synthèse . . . . .	12
L'impact des tensions géopolitiques sur l'activité . . . . .	28
Entreprises: priorité au désendettement . . . . .	45
Emploi européen: des schémas divers pour les saisons à venir . . . . .	58
Politiques économiques: tremblements et chuchotements . . . . .	67

### FICHES THÉMATIQUES ET FICHES PAYS

Matières premières: pétrole en feu . . . . .	94
Taux de change: haut-bas-fragile . . . . .	98
Commerce mondial: croissance Pacifique . . . . .	104
États-Unis: résolution . . . . .	112
Japon: une croissance douteuse? . . . . .	116
Asie devant! . . . . .	120
Amérique latine: toujours en berne . . . . .	122
Europe centrale et orientale: dynamisme autonome . . . . .	124
Royaume-Uni: entre deux eaux . . . . .	126
Zone euro: en ordre dispersé . . . . .	130
Allemagne: si vertueuse... . . . . .	134
L'économie française au repos . . . . .	138
Italie: sans brio . . . . .	142
Espagne: rattrapage toujours à l'œuvre . . . . .	146
Pays-Bas: l'ange déchu . . . . .	150
Autres pays . . . . .	154

### FRANCE: LES ILLUSIONS PERDUES

#### *Perspectives 2003-2004 pour l'économie française*

Synthèse . . . . .	157
Les ménages souffrent . . . . .	169
Inflation: multiples influences . . . . .	172
Emploi en chute libre . . . . .	173
Entreprises: fuir les dettes . . . . .	182
À la merci du commerce mondial . . . . .	185
Finances publiques: la guerre de 3 n'aura pas lieu . . . . .	188

### **Avertissement**

Le dossier de prévision se compose d'un article sur l'économie mondiale et d'un article sur l'économie française. La partie générale de l'article sur l'économie mondiale propose une synthèse générale du scénario de prévision (international et français). Pour une analyse spécifique des questions nationales, des dynamiques propres aux différentes zones et de l'évolution des marchés des matières premières, le lecteur peut se référer aux fiches situées dans la seconde partie de l'article sur l'économie mondiale. Le second article décrit la situation de l'économie française dans le détail. Pour un aperçu général et rapide de l'économie française, le lecteur peut se référer à la fiche sur l'économie française intégrée dans le premier article du dossier.

# LA TRAVERSÉE DU DÉSERT

## Perspectives 2003-2004 pour l'économie mondiale \*

L'OFCE prévoit une lente accélération du PIB mondial en 2003 (2,9 %), qui se consoliderait en 2004 (3,4 %). L'incertitude créée par le conflit en Irak a favorisé un certain attentisme, mais les difficultés économiques de l'Europe de l'Ouest et des États-Unis ne lui sont pas directement imputables. Certes, les cours boursiers sont fortement indexés sur le déroulement des opérations militaires, et le prix du pétrole a augmenté à 34 dollars en moyenne en février et mars 2003, à l'approche de la guerre. Mais le comportement de l'OPEP, qui a joué le jeu de la stabilisation des cours, et la perspective d'une fin rapide du conflit ont permis de réduire le cours du baril à 25 dollars.

Depuis le retournement de la mi-2000, la croissance en Europe et aux États-Unis n'a pas retrouvé son rythme de la fin des années 1990. Cela tient à la correction de la bulle technologique. Mais le processus en cours va au-delà de la correction d'un excès de capacités. La nécessité de rétablir les bilans et de diminuer l'endettement des entreprises pèse sur l'investissement et dégrade la situation des ménages par la hausse du chômage et la diminution de leur patrimoine. À leur tour, les ménages contractent leurs dépenses, ce qui réduit les perspectives de débouchés pour les entreprises et ne les incite pas à investir. Ce cercle vicieux a été en partie compensé en 2002 par le commerce extérieur du fait du dynamisme économique de l'Asie et des pays d'Europe centrale et orientale, deux zones engagées dans un processus de rattrapage. L'écart de croissance important entre les États-Unis et la zone euro en 2002 est essentiellement imputable à la politique économique, et dans une moindre mesure à l'appréciation de l'euro. Les autorités budgétaire et monétaire américaines ont rapidement et de manière déterminée mis en place une politique économique expansionniste. En 2002, l'impulsion budgétaire aux États-Unis a été de 2,7 points de PIB et les taux d'intérêt réels ont été négatifs. En revanche, les pays de la zone euro ont fait preuve d'un attentisme imprudent. La politique monétaire ne s'est ajustée qu'avec retard aux flux de mauvaises nouvelles et la politique budgétaire n'a été que faiblement expansionniste (de 0,4 point de PIB).

\* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valérie Chauvin, Guillaume Chevillon, Gaël Dupont, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart et Elena Stancanelli. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 31 mars 2003.

Début 2003, les perspectives de rentabilité des entreprises sont loin d'avoir retrouvé des niveaux susceptibles d'enclencher une amélioration franche de l'investissement. Aux États-Unis, le taux de chômage continue d'augmenter en 2003, quoique modérément. Les destructions d'emplois se poursuivent dans la zone euro, où le taux de chômage continue de progresser en 2003, avant de se stabiliser en 2004. La contraction de l'emploi, qui a déjà eu lieu en Allemagne, s'étend à la France et aux Pays-Bas en 2003, tandis que l'Italie et l'Espagne continuent de créer des emplois. Cet ajustement de l'emploi et, dans certains pays européens, celui des salaires individuels pèsent sur le revenu des ménages. Dans la zone euro, cet impact est doublé d'une politique budgétaire restrictive. La montée du chômage favorise également l'épargne de précaution. Ces deux éléments amputent la consommation, dont le seul soutien est le pouvoir d'achat libéré par la baisse de prix du pétrole, et, aux États-Unis, par la baisse des impôts.

La croissance de la zone euro redémarrera lentement à partir de la seconde moitié de 2003. En 2003, elle est à peine supérieure à celle de 2002 (0,9 %) et, en 2004, elle restera en deçà de la croissance potentielle (1,8 %, contre 2,2 %). Aux États-Unis, la reprise est plus nette, mais limitée par la prudence des consommateurs et des entrepreneurs. Si la croissance de 2003 (2,1 %) s'annonce en retrait par rapport à celle de 2002, 2004 renouera presque avec la croissance potentielle (estimée à 3 %). Compte tenu du différentiel de croissance, le taux de change euro-dollar reviendra progressivement au niveau de la parité. La croissance britannique, toujours impulsée par les dépenses publiques, se situera à mi-chemin entre les croissances américaine et européenne. Au Japon, la demande intérieure restera faible et la croissance (1,1 % en 2003 et 0,9 % en 2004) sera tirée par les exportations, particulièrement à destination du reste de l'Asie.

## Synthèse

Le rebond de l'activité au cours de l'année 2002 a laissé espérer que la reprise attendue était enclenchée. Ce rebond se justifiait principalement par un facteur technique, c'est-à-dire la fin du déstockage des entreprises. Ce facteur n'a joué que brièvement et avec une ampleur faible, insuffisante pour réenclencher une dynamique de croissance.

De la fin de l'année 2002 au début du mois de mars 2003, la perspective de la guerre a coûté en croissance. Que ce soit par la hausse du prix de pétrole ou par l'incertitude qui pousserait les agents économiques à la prudence, les canaux de transmission sont nombreux et l'impact indéniable. Le déclenchement du conflit n'a fait qu'épaissir le *brouillard de guerre*. Son issue est suffisamment incertaine pour que les tensions internationales, la contestation anti-américaine, le terrorisme international ou l'exacerbation des inégalités pèsent encore longtemps sur la croissance.

Pourtant, la tragédie qui conduit des attentats du 11 septembre 2001 à la guerre en Irak au printemps 2003 n'est pas la seule explication au fait que la croissance reste depuis le début de l'année 2001 inférieure à celle de la fin des années 1990 en Europe et aux États-Unis. La correction de la bulle technologique est longue et le processus en cours va au-delà de la correction d'un excès de capacités. Impulsée par une vague d'innovations, la croissance brillante de la fin des années 1990 a été nourrie par des modes de financement, de *management* et de prise de risque qui se révèlent aujourd'hui insoutenables. Les outils habituels de suivi de l'activité, en particulier la comptabilité, ont été contournés et le débouclage des engagements hors bilan continue encore en 2003, presque trois ans après le pic des indices boursiers. L'apurement est long et douloureux. Il se double d'un cercle vicieux où la nécessité de rétablir les marges opérationnelles et de diminuer l'endettement de certaines entreprises pèse sur les perspectives des autres entreprises, dégrade la situation des ménages, par la hausse du chômage et la diminution de leur patrimoine, et détériore les finances publiques par le jeu des stabilisateurs. À leur tour, les agents privés contractent leurs dépenses.

Ce processus — qui a des traits communs avec la *debt deflation* décrite par Fisher, bien que nous ne soyons pas en déflation à l'échelle mondiale — nécessite une réponse de politique économique rapide et déterminée. Les politiques budgétaire et monétaire menées aux États-Unis répondent à cette nécessité ; elle sont motivées par un diagnostic sombre de la situation et commencent à la redresser. Ainsi, le chômage américain s'est presque stabilisé. En la matière, l'Europe fait preuve d'un attentisme imprudent. La politique monétaire s'ajuste avec un temps de retard au flux de mauvaises nouvelles ; la politique budgétaire est le résultat d'une mécanique infernale. La dégradation de la situation conjoncturelle creuse mécaniquement les déficits, et les objectifs d'équilibre des finances publiques nécessitent des politiques de plus en plus restrictives. Les gouvernements européens s'engagent (auprès de leur pairs) à conduire ces politiques à la lettre, comme les programmes de stabilité présentés depuis 2001 l'illustrent. Le réalisme et les circonstances modèrent les plans d'économies. Mais les déficits glissent vers les limites imposées par le Pacte de stabilité, voire les dépassent. Au début de l'année 2003, la France a ainsi reconnu avoir franchi la barre de 3 % du PIB de déficit public, après avoir longtemps annoncé le contraire.

On pourrait se réjouir de ce que le principe de réalité l'ait emporté sur le dogme dans la conduite de la politique budgétaire. Mais le dogme pèse lourd dans les cercles de décisions européens. En 2002, l'impulsion budgétaire aux États-Unis a été de 2,7 points de PIB. Pour la zone euro, estimée à -0,1 point de PIB au cours de l'année 2002, elle a finalement été positive de 0,4 point ; réorientation discrète et

« honteuse » attribuée aux circonstances et aux impondérables. Le Pacte de stabilité et de croissance est discuté et contesté, mais il faudra à la fois du temps et des dommages pour accoucher d'une politique économique adaptée. Cette traversée du désert sera, elle aussi, plus longue que prévue.

Le modèle de développement moderne qui accentue la fluidité du financement et réduit les délais de l'innovation a produit une phase de croissance rapide mais fragile. La régulation par les États est impérative. Son architecture est complexe, la régulation conjoncturelle n'en est qu'un élément indispensable.

## Croissance décevante en 2002

Avec une croissance de 0,8 % à peine, l'année 2002 a été pour la zone euro celle d'une reprise avortée. Dans le même temps, le rebond de croissance a surpris par son ampleur aux États-Unis (2,4 % après seulement 0,3 % en moyenne en 2001). La piètre performance de la zone euro trouve son origine dans la poursuite des ajustements engagés en 2001, dans un environnement où, à la différence des États-Unis, la grande déprime des marchés financiers n'a pas été compensée par un *policy mix* expansionniste offensif.

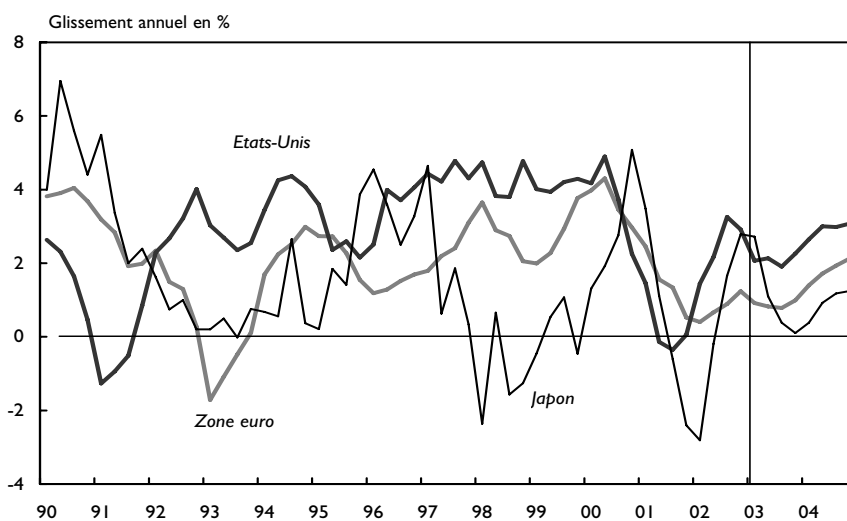
En ce début d'année 2003, la guerre en Irak ne fait qu'ajouter un élément négatif à une situation sous-jacente déprimée. Les ajustements en cours tant sur les résultats opérationnels que sur l'endettement des entreprises pèsent sur la croissance.

## Reprise par les stocks et la consommation privée

Dans la zone euro, l'accélération du glissement annuel du PIB constatée entre le quatrième trimestre 2001 et le quatrième trimestre 2002 (0,3 % à 1,3 %, graphique 1) est essentiellement imputable aux variations de stocks et à la reprise des dépenses de consommation des ménages (tableau 1).

La reprise technique par les stocks était suggérée par le retournement des enquêtes dans l'industrie fin 2001, mais a été décevante. Entre le quatrième trimestre 2001 et le quatrième trimestre 2002, la contribution des variations de stocks à la croissance s'est élevée à peine à 0,1 point de PIB, soit la plus faible contribution constatée depuis le début des années 1990 lors d'une phase de reprise. Au quatrième trimestre 2001, cette contribution était négative de -0,7 point.

## I. Taux de croissance du PIB



Succédant à trois trimestres de quasi-stagnation, la reprise de la consommation privée au second trimestre 2002 a également été d'une ampleur limitée (un peu moins de +1 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2002). Il faut remonter à 1994 pour observer une progression aussi faible des dépenses courantes des ménages dans les pays constituant aujourd'hui l'Union monétaire. Dans la plupart des pays de la zone, l'ajustement des effectifs engagé en 2001 s'est accéléré en 2002. Au troisième trimestre 2002, la croissance sur un an des effectifs se montait à peine à 0,3 %, contre 1,2 % un an auparavant. La dégradation du marché du travail s'est accompagnée d'un ralentissement de la progression des salaires. Dans le même temps, la remontée du prix de l'énergie maintenait l'inflation à un rythme légèrement supérieur à 2 % tout au long de 2002. Ces évolutions ont induit un fort ralentissement du pouvoir d'achat de la masse salariale, ce qui a pesé sur les dépenses de consommation des ménages.

Comme dans la zone euro, la reprise de l'économie américaine a été tirée par les variations de stocks et la consommation privée des ménages. Mais pour ces deux composantes, le redressement a été nettement plus vigoureux. Au quatrième trimestre 2002, le glissement annuel du PIB était de 2,8 % aux États-Unis. La contribution des variations de stocks se montait à 1,2 point, celle de la consommation privée à 1,9 point. La reprise technique a donc eu lieu aux États-Unis en 2002, même si le restockage s'est essouffé en fin d'année. Deux principaux facteurs expliquent le dynamisme de la consommation privée. D'une part, l'ajustement de l'emploi a été engagé plus tôt que



dans la zone euro, et s'est concentré essentiellement sur le second semestre 2001. D'autre part, les dépenses de consommation privée ont été dopées par des *stimuli* budgétaires et monétaires. Ces deux éléments témoignent de la forte réactivité de l'emploi et de la politique économique aux variations de l'activité outre-Atlantique.

## Poursuite de l'ajustement de l'investissement

La correction de l'investissement engagée au début 2001 s'est poursuivie en 2002. Dans la zone euro, le recul du taux d'investissement a été particulièrement fort au premier semestre 2002, mais l'ajustement s'est prolongé tout au long de l'année. En revanche, les meilleures perspectives de débouchés ont permis un léger redémarrage en fin d'année aux États-Unis.

Ces ajustements ont permis une stabilisation des taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie à partir du début de 2002. Mais le taux d'utilisation reste plus dégradé outre-Atlantique et y est aussi très inférieur à sa moyenne de longue période. Ceci limite l'effet accélérateur aux États-Unis, dans la mesure où les perspectives de croissance ne permettront pas une saturation rapide de l'appareil productif.

Dans la zone euro comme aux États-Unis, les entreprises ont également été confrontées à une reprise limitée des débouchés extérieurs. La faible croissance de la zone euro s'est répercutée sur les débouchés des États-Unis et surtout des pays de la zone euro. En outre, l'appréciation du taux de change effectif de l'euro engagée à la fin 2001 a conduit les entreprises européennes à contracter leurs marges à l'exportation, et commencé à peser sur les évolutions des parts de marché. Les décalages de croissance se sont traduits par des contributions divergentes des échanges extérieurs à la croissance. La contribution a été positive pour la zone euro (+ 0,6 point), elle a été négative aux États-Unis (- 0,6 point). Les deux zones ont cependant bénéficié, au moins partiellement, de l'orientation géographique de leur commerce : l'Asie représente un débouché aussi important que l'Union européenne pour les États-Unis, les Pays d'Europe centrale et occidentale (PECO) absorbent une part croissante des exportations de certains pays de la zone euro (notamment l'Allemagne et l'Italie). Or ces deux régions ont relativement bien résisté en 2002.

## I. Contributions à la croissance

En %

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

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 fixe total et variations de stocks.

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

## L'Asie en tête, l'Amérique latine toujours en queue

La croissance asiatique — hors Japon — a retrouvé un rythme de croissance soutenu en 2002 (+ 6 %). La Chine joue à cet égard un rôle prépondérant dans la dynamique et l'intégration régionale. Avec une croissance de 8 % par an s'appuyant sur des gains de parts de marché sur ses principaux partenaires régionaux, Hong Kong et Taiwan en particulier, la Chine peut cependant peser à terme sur l'économie de ses voisins asiatiques. Mais avant de devenir le premier exportateur d'Asie, la Chine est avant tout un gros importateur mondial, absorbant 20 % des exportations intra-zone.

Ce dynamisme a apporté une bouffée d'oxygène au Japon, toujours enlisé dans la déflation. Les exportations nippones vers la Chine ont progressé de 12 % en 2001, et de 35 % en 2002. La forte croissance des exportations a contribué à la reprise de l'économie japonaise. Le glissement annuel du PIB est passé de -2,8 % à +2,8 % entre le premier et le quatrième trimestre 2002, après une fin d'année 2001 marquée par une récession d'une grande ampleur. La forte croissance des débouchés extérieurs a permis de mettre fin à l'ajustement de l'investissement, qui est revenu à des évolutions positives à partir du second trimestre 2002. Mais le recul du pouvoir d'achat des salaires individuels (-1,4 % en moyenne en 2002) a pesé sur l'évolution de la consommation des ménages, dont la croissance a ralenti en 2002.

Hormis la Pologne, les pays d'Europe centrale et orientale sont relativement bien passés au travers du ralentissement de 2001-2002. La robustesse de la consommation privée et des dépenses publiques a permis de compenser le ralentissement de la demande externe. La perspective d'entrée dans l'Union européenne a stimulé les entrées de capitaux, qui ont financé les déficits courants. En 2002, l'économie russe a bénéficié de la remontée du prix du pétrole, qui a alimenté les revenus et stimulé la demande intérieure.

Après une année de stagnation en 2001, l'activité a reculé en Amérique latine de 0,6 % en 2002. La combinaison de chocs négatifs financiers et réels a entraîné l'ensemble de la zone dans une spirale récessive. Cet environnement récessif s'est traduit par une dépréciation des monnaies dans un grand nombre de pays. Pour contrer l'inflation importée et contenir les déficits publics, les politiques économiques ont été durcies. Si ces politiques venaient à perdurer, elles pourraient avoir des effets contre-productifs.

## Des perspectives peu engageantes

La situation à la fin 2002 paraît au mieux chancelante. Les éléments d'une reprise durable, fondée sur l'investissement ne se sont pas matérialisés de part et d'autre de l'Atlantique. Les éléments d'enquêtes sont défavorables. Il apparaît alors important de distinguer l'impact conjoncturel de la crise irakienne des éléments plus structurels à l'œuvre.

### Crise irakienne

La crise irakienne a un impact d'autant plus négatif que l'environnement économique est déjà déprimé. Les incertitudes géopolitiques ont eu un effet direct sur l'évolution du prix du pétrole, dont le cours a inclus une prime de risque à partir du deuxième trimestre 2002. Celle-ci ne se serait annulée que momentanément au cours du quatrième trimestre 2002, à la faveur du vote de la résolution 1441, pour réapparaître à son niveau maximal, que nous estimons à 5 dollars le baril, au premier trimestre 2003.

Les incertitudes ont aussi pesé sur les marchés boursiers et obligataires déjà frappés par l'éclatement de la bulle, si bien qu'en début d'année 2003, les marchés sont désorientés et ne sont plus sensibles aux fondamentaux. Ainsi, la volatilité du marché est très forte. Le déclenchement des hostilités par les États-Unis a entraîné un vif mouvement de reprise, compensé tout aussi vite par une baisse dès les premières difficultés rencontrées par la coalition.

Il est difficile d'évaluer l'impact spécifique de la guerre dans la dégradation récente des enquêtes de conjoncture. En effet, les enquêtes dans l'industrie reflètent bien les évolutions de la production industrielle : les révisions des anticipations à la baisse donnent lieu à des comportements restrictifs, qui s'avèrent autoréalisateurs. Certaines composantes des enquêtes des ménages sont très sensibles aux tensions géopolitiques et tirent les indices globaux de confiance vers le bas. Cependant, pour la France par exemple, les composantes les plus pertinentes quant aux évolutions futures de la consommation sont totalement expliquées par les déterminants fondamentaux du revenu (masse salariale, impôts et prestations sociales) pris en compte dans nos prévisions pour le début 2003. En revanche, les évolutions géopolitiques influent plus sur les anticipations des ménages américains et pèsent sur notre scénario de croissance aux États-Unis.

Nous avons retenu l'hypothèse d'une guerre courte et d'une levée des incertitudes à l'été 2003. Le prix du baril reviendrait vers 25 dollars du fait de la disparition de la prime de risque, les tensions sur l'approvisionnement en pétrole restant fortes.

La guerre aurait malgré tout un impact limité sur l'activité mondiale. Notre scénario est cependant moins favorable que ce qui s'était passé lors de la première Guerre du Golfe. Le prix du pétrole resterait élevé plus longtemps. Les marges de manœuvre monétaires présentes sont plus limitées et les cours boursiers ne rebondiraient pas, contrairement à ce qui s'était produit à l'issue du premier conflit. Les États-Unis ne pourraient pas faire financer la guerre par leurs partenaires.

## Des entreprises encore fragiles

Cependant, les incertitudes géopolitiques n'ont fait qu'aggraver une situation déjà délicate, notamment du côté des entreprises. Suite à la dégradation des conditions de financement externe des entreprises au début de 2000, celles-ci ont entrepris un effort de désendettement, par un moindre recours au crédit dès 2001, puis aux émissions obligataires en 2002. Cet effort de désendettement a été salué par les marchés obligataires à partir de la fin 2002. Il a aussi été encouragé aux États-Unis par la vigilance imposée par la loi Sarbanes-Oxley. Alors que les marchés d'actions baissaient, l'écart de taux entre les obligations privées et publiques s'est réduit, notamment en Europe.

La rentabilité économique des entreprises s'est peu améliorée en 2002. Aux États-Unis, l'essentiel du redressement du taux de marge des entreprises a été acquis dans le courant 2001, et une légère dégradation s'est engagée depuis le début de 2002, sous l'effet conjoint d'une progression soutenue des rémunérations salariales et d'un relâchement de l'ajustement de l'emploi. Dans la zone euro, l'année 2002 a été caractérisée par une accélération de l'ajustement des effectifs. Mais pour des raisons relevant à la fois de logiques et de modalités nationales spécifiques, celui-ci a été à la fois inégal d'un pays à l'autre et d'une ampleur limitée dans l'ensemble de la zone. Au total, l'amélioration du taux de marge lui a tout juste permis de se stabiliser en moyenne annuelle.

De plus, ces améliorations sont à mettre au regard de l'impact négatif sur les profits de l'amortissement des survaleurs accumulées lors de la période d'exubérance des marchés financiers, survaleurs que les comptes nationaux n'intègrent pas. Elles représentaient, en 2001, 100 % des fonds propres des entreprises du CAC 40 en France, et 66 % des fonds propres des entreprises du S&P 100 aux États-Unis. Elles nécessitent un redressement du résultat opérationnel supérieur à celui observé lors des précédents retournements. L'effort à venir est d'autant plus important en Europe qu'il débute à peine, mais il est déjà engagé aux États-Unis.

Le cœur de la crise actuelle de financement est donc à chercher dans la correction des déséquilibres des bilans des entreprises. La situation des banques reste bonne dans la plupart des pays (à

l'exception de l'Allemagne), même si elle s'est dégradée depuis le dégonflement de la bulle financière. La bonne tenue de la profitabilité des banques a aussi été permise par un report du risque de crédit vers les compagnies d'assurance et de réassurance, dont la situation financière s'est récemment fortement détériorée. Or ce report vers des acteurs sur lesquels la politique monétaire n'a pas prise accroît le risque de crise systémique.

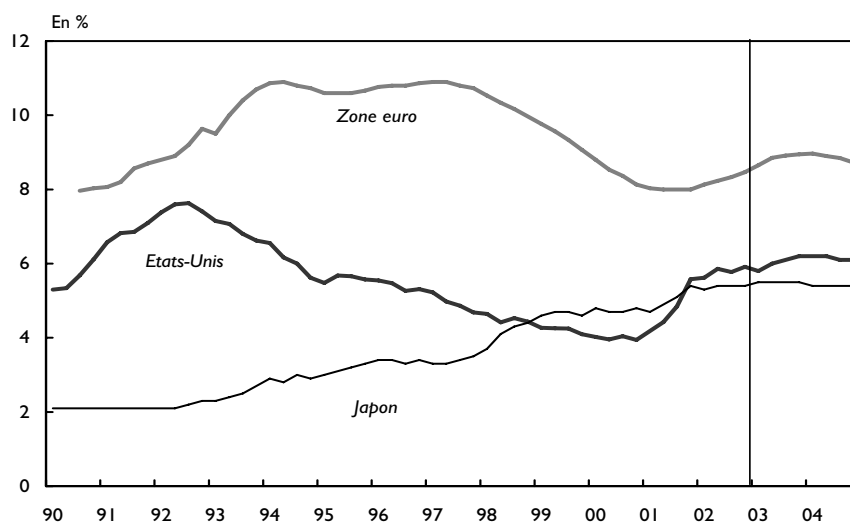
### Ajustements coûteux en cours

Dans ce contexte, un certain nombre d'ajustements sont encore à venir, ce qui ne permettrait pas le retour à une croissance vive à l'horizon de la prévision.

Depuis 2000, le ralentissement de l'activité dans la zone euro s'est traduit par un ajustement de l'emploi plus ou moins rapide suivant les pays. La contraction de l'emploi, qui a déjà eu lieu en Allemagne en 2002, devrait s'étendre à la France et aux Pays-Bas en 2003, tandis que l'Italie et l'Espagne continueraient à créer des emplois.

Dans la zone euro, le taux de chômage continuerait donc de progresser en 2003, et ne se stabiliserait qu'en 2004 (8,3 % en 2002, 8,8 % en 2003 et 8,9 % en 2004). Aux États-Unis, la hausse du taux de chômage en 2003 serait moins marquée (de 5,8 % en 2002 à 6 %, graphique 2). Mais le fait qu'il augmente encore contraste avec les reprises antérieures et rappelle le mauvais souvenir de la *jobless recovery* de 1991.

#### 2. Taux de chômage

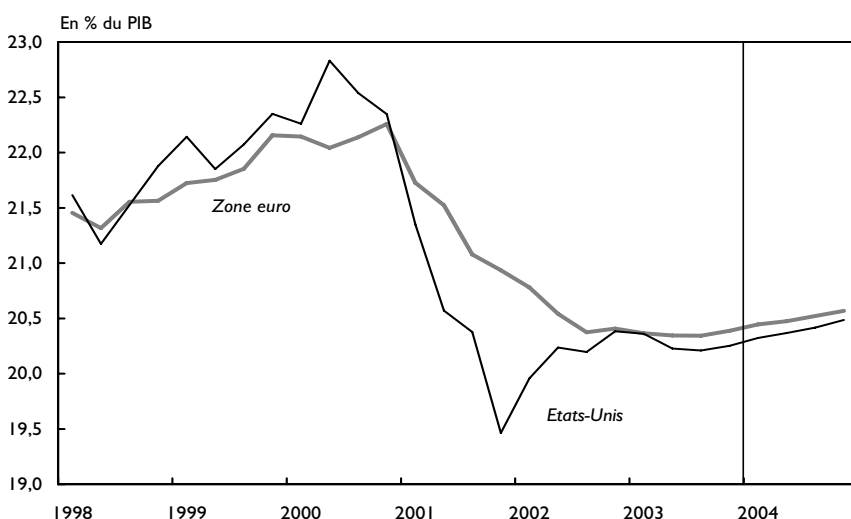


Sources : BLS, OCDE, Eurostat, prévisions OFCE.

L'ajustement de l'emploi et, dans certains pays européens, celui des salaires individuels pèseraient sur le revenu des ménages en 2003. Dans la zone euro, cet impact serait doublé d'une politique budgétaire restrictive. La montée du chômage pourrait aussi favoriser l'épargne de précaution, et la faiblesse de la Bourse pourrait susciter un effet richesse négatif, notamment dans les pays anglo-saxons. Ces deux éléments amputeraient encore la consommation dont un élément de soutien serait le pouvoir d'achat libéré par la baisse du prix du pétrole. Le revenu des ménages bénéficierait aussi de baisses d'impôts outre-Atlantique.

Les perspectives de débouchés pour les entreprises resteraient donc peu dynamiques. De plus, des difficultés de financement demeureraient à l'horizon de la prévision, si bien que le taux d'investissement resterait quasiment inchangé d'ici la fin 2004, autant aux États-Unis que dans la zone euro (graphique 3).

### 3. Taux d'investissement\*



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

Au total, la croissance de la zone euro redémarrerait lentement à partir de la seconde moitié de 2003 (tableau 2). En 2003, la croissance serait à peine supérieure à celle de 2002 (0,9 %). Elle resterait en deçà de la croissance potentielle en 2004 (1,8 %, contre 2,2 % pour la croissance potentielle<sup>1</sup>), alors même que la production européenne est inférieure à son potentiel depuis le quatrième trimestre 2001. La divergence particulièrement marquée des taux de croissance européens s'estomperait progressivement d'ici la fin 2004.

1. Selon les estimations de l'OCDE, basées sur l'utilisation d'une fonction de production.

Aux États-Unis, la reprise serait nette à partir de la mi-2003, mais contenue par la prudence des consommateurs et des entrepreneurs. Si 2003 s'annonce en retrait par rapport à 2002 (avec une croissance en moyenne de 2,1 %), 2004 renouerait presque avec la croissance potentielle. 2003 est encore une année sous perfusion budgétaire (avec une impulsion de l'ordre de 1,6 point) et monétaire (la Réserve fédérale laissant à la croissance le temps de se consolider). 2004 serait l'année de la reprise autonome, libérée de ces béquilles (impulsion budgétaire négative et resserrement de la politique monétaire).

## 2. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume		
		2002	2003	2004
Allemagne	5,2	0,2	0,6	1,7
France	3,5	1,2	0,8	1,6
Italie	3,4	0,4	0,8	1,6
Espagne	1,8	2,0	1,6	2,5
Pays-Bas	1,0	0,3	0,1	1,1
Belgique	0,7	0,7	1,4	1,7
Autriche	0,5	0,9	1,0	1,7
Finlande	0,4	1,6	2,3	3,3
Portugal	0,4	0,5	-1,4	1,6
Grèce	0,3	3,5	3,5	3,8
Irlande	0,2	4,3	3,9	4,4
<b>Zone euro</b>	17,3	0,8	0,9	1,8
Royaume-Uni	3,4	1,8	1,9	2,3
Suède	0,5	1,8	1,8	2,3
Danemark	0,4	1,6	1,6	2,0
<b>Union européenne</b>	21,5	1,0	1,1	1,9
Suisse	0,5	0,1	0,8	1,9
Norvège	0,3	1,4	1,2	2,0
<b>Europe</b>	22,4	1,0	1,1	1,9
Etats-Unis	22,0	2,4	2,1	2,9
Japon	8,9	0,3	1,1	0,9
Canada	2,0	3,4	2,6	2,9
<b>Pays industriels</b>	55,3	1,5	1,5	2,2
Chine	10,1	8,0	7,5	7,6
Autres pays d'Asie	13,6	4,7	5,1	5,4
Amérique latine	8,8	-0,6	2,1	2,9
Russie	4,1	6,2	4,7	4,9
PECO	2,5	2,7	3,1	3,8
Afrique	3,3	3,1	3,5	3,8
Moyen-Orient <sup>2</sup>	3,6	3,5	3,6	4,1
<b>Monde</b>	100,0	2,7	2,9	3,4

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

2.Y compris Turquie.

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



Les incertitudes entourant l'issue du conflit en Irak et son impact sur l'économie mondiale sont cependant susceptibles de changer la donne. D'une part, l'impact budgétaire aux États-Unis est difficile à évaluer. D'autre part, les évolutions du prix du pétrole et des marchés financiers, cruciales dans ce moment de fragilité de l'économie, auraient un impact fort, à la hausse comme à la baisse.

Dans le cas d'un conflit long, l'économie mondiale ne serait pas à l'abri d'un *double dip*, dont les conséquences les plus néfastes seraient supportées par les États-Unis. L'impact sur les déficits budgétaires et courant américains pourrait être important, accentuant le recours aux capitaux extérieurs et le creusement de la dette extérieure nette. L'attractivité des États-Unis pourrait être remise en cause et le dollar affaibli.

Par ailleurs, l'apurement du bilan des entreprises pourrait s'avérer plus long et plus coûteux que nous ne le prévoyons, du fait d'un enchaînement auto-entretenu dont nous aurions sous-estimé l'ampleur. Les amortissements des survaleurs pèsent sur les résultats des entreprises, ce qui favorise la baisse des cours ; les tentatives de redressement du taux d'autofinancement pèsent sur l'investissement et l'emploi, ce qui réduit la croissance économique et rend plus difficile le redressement des marges.

Dans les pays anglo-saxons, les ménages pourraient adopter un comportement très restrictif suite à des effets richesse négatifs : la baisse des cours boursiers a entraîné une diminution du patrimoine des ménages qui pourrait peser fortement sur leurs dépenses. Par ailleurs, les évolutions du marché immobilier continuent d'être une source de fragilité au Royaume-Uni et dans une moindre mesure aux États-Unis. Au Royaume-Uni, la hausse des prix immobiliers a favorisé la croissance des crédits hypothécaires. Cependant, le retournement du marché immobilier pourrait s'avérer ensuite très coûteux en termes de dépréciation de l'actif des banques. Les ménages pourraient réduire leurs achats de logements pour diminuer leur endettement lié aux crédits hypothécaires.

Le principal aléa à la hausse reste que les gouvernements européens renoncent aux restrictions budgétaires imposées par le Pacte de stabilité.

### *Policy mix* : contrastes

Suite au tassement de la croissance en fin d'année 2002, la tendance a été au relâchement des *policy mix*. Du côté de la politique monétaire, à l'exception de la Banque du Japon, où le taux directeur est nul depuis la fin 1999, les principales banques centrales ont baissé leurs taux directeurs selon un *tempo* et une ampleur diversifiés. La Réserve

fédérale a réagi la première avec une baisse de 0,5 point de ses taux directeurs dès le 6 novembre 2002, suivie par la Banque centrale européenne (BCE) avec une baisse de 0,75 point menée en deux fois (le 5 décembre 2002 et le 6 mars 2003) et par la Banque d'Angleterre avec une baisse surprise de 0,25 point (le 6 février 2003). Après une année d'attentisme, ces baisses de taux ont contribué à apaiser les marchés et ont joué, comme souhaité, sur l'ensemble des maturités. Mais plusieurs canaux de transmission de la politique monétaire restent gelés (prix des actions, anticipations, crédits aux entreprises) ; seules jouent la baisse du service de la dette et la stimulation de l'immobilier. La politique budgétaire a été beaucoup plus active outre-Atlantique que dans la zone euro (tableau 3). En 2002, l'impulsion budgétaire a été plus marquée aux États-Unis (+ 2,7 points de PIB) que dans la zone euro (+ 0,4 point de PIB). Au Royaume-Uni, la politique budgétaire a également joué un rôle contra-cyclique, sans appui de la politique monétaire.

### 3. Positions budgétaires aux États-Unis, en Europe et au Japon

Croissance du PIB, en %	2001	2002	2003	2004	Moyenne 2001–2004
Etats-Unis	0,3	2,4	2,1	2,9	2,0
Zone euro	1,5	0,8	0,9	1,8	1,2
Royaume-Uni	2,1	1,8	1,9	2,3	2,0
Japon	0,4	0,3	1,1	0,9	0,7
Solde public, en % du PIB	2001	2002	2003	2004	Variation 2001–2004
Etats-Unis	0,4	– 2,2	– 4,0	– 3,3	– 3,7
Zone euro <sup>1</sup>	– 1,6	– 2,4	– 2,6	– 2,2	– 0,6
Royaume-Uni	0,9	– 1,2	– 2,1	– 2,5	– 3,4
Japon	– 7,1	– 7,8	– 8,1	– 8,1	– 1,0
Impulsion budgétaire, en point de PIB	2001	2002	2003	2004	Moyenne 2001–2004
Etats-Unis	0,6	2,7	1,6	– 0,7	1,1
Zone euro	0,3	0,4	– 0,4	– 0,5	– 0,1
Royaume-Uni	0,8	1,6	0,5	0,2	0,8
Japon	– 0,5	0,7	0,1	0,1	0,0

1. Hors UMTS.

Sources : Comptabilités nationales, Eurostat, calculs et prévisions OFCE.

En 2003, la politique budgétaire expansionniste de l'administration Bush soutiendrait encore la croissance, mais compliquerait la tâche de la Réserve fédérale. Le déficit public se creuserait à 4 % du PIB, les États-Unis supportant seuls le coût de la guerre. La politique monétaire américaine resterait expansionniste laissant à la croissance le temps de prendre son élan, puis les taux seraient progressivement resserrés

de 1 point en 2004 (tableau 4). N'étant plus grevés par les dépenses liées à la guerre en Irak, le déficit se réduirait à 3,3 % du PIB et l'impulsion budgétaire deviendrait négative. Dans la zone euro, le *policy mix* serait défavorable à la croissance. La politique budgétaire serait restrictive dès 2003, avec une impulsion de - 0,4 point de PIB, puis de - 0,5 en 2004. La BCE resterait accommodante et baisserait ses taux encore une fois en 2003, avant de les resserrer en 2004 (de 0,5 point). Le gouvernement britannique a pris l'engagement de remettre à niveau les systèmes de santé, d'éducation et d'infrastructures : l'impulsion budgétaire resterait positive en 2003 et en 2004. La Banque d'Angleterre, contrairement à ses homologues européens et américains, laisserait ses taux directeurs inchangés. En supposant que le gouvernement nippon réussisse à maîtriser la progression des dépenses publiques, la politique budgétaire serait quasiment neutre en 2003 et 2004. Étant donné le manque de consensus sur les moyens de lutter efficacement contre la déflation, la politique économique japonaise n'est pas crédible, en dépit des injections de liquidités et des réformes structurelles mises en œuvre. Le Japon resterait englué dans la déflation.

Entre février 2002 et la mi-mars 2003, suite aux préoccupations des marchés au sujet d'abord du niveau élevé du déficit courant américain, puis concernant les risques économiques associés à une guerre contre l'Irak, le dollar a connu une dépréciation de 27 % vis-à-vis de l'euro. La dépréciation a été plus réduite vis-à-vis du yen (- 13 %) ou de la livre Sterling (- 11 %). L'euro continuerait de profiter de ces incertitudes jusqu'au milieu de l'année 2003. Dès lors que celles-ci se lèvent, la « prime de guerre » n'a plus de raison d'être. L'appréciation du dollar serait graduelle. En 2003, l'euro gagnerait quand même 14 % par rapport au dollar et 8 % par rapport à la livre Sterling. Il se replierait à 1,02 dollar et à 0,67 livre en 2004. La parité dollar/yen resterait proche de 120, soit son niveau moyen des cinq dernières années.

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

	Trimestres												Années		
	2002				2003				2004				2002	2003	2004
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<i>Taux de change<sup>1</sup></i>															
I euro =...\$	0,88	0,92	0,98	1,00	1,07	1,10	1,08	1,07	1,04	1,03	1,02	1,00	0,95	1,08	1,02
I \$=...yen	132	127	119	122	119	119	119	120	120	120	120	120	125	119	120
I £ =...euros	1,63	1,59	1,58	1,57	1,49	1,45	1,46	1,47	1,50	1,50	1,49	1,49	1,59	1,47	1,50
<i>Taux d'intérêt à court terme<sup>1</sup></i>															
Etats-Unis	1,8	1,8	1,8	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,8	2,0	2,3	1,7	1,3	1,9
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zone euro	3,4	3,4	3,4	3,1	2,9	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	3,1	3,1	3,3	2,7	3,0
Royaume-Uni	4,0	4,1	4,0	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	4,0	3,8	3,8
<i>Taux d'intérêt à long terme<sup>1</sup></i>															
Etats-Unis	5,1	5,1	4,3	4,0	3,9	4,0	4,1	4,4	4,7	5,0	5,3	5,5	4,6	4,1	5,1
Japon	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,3	0,9	1,1
Zone euro	5,1	5,3	4,8	4,5	4,3	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0	4,9	4,4	4,8
Royaume-Uni	5,0	5,2	4,7	4,6	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	5,0	5,2	4,9	4,5	4,9
Prix du pétrole, Brent, en \$ <sup>1</sup>	21,0	25,1	26,8	26,7	32,6	33,0	25,0	25,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,9	28,9	24,0
Prix du pétrole, Brent, en € <sup>1</sup>	23,9	27,3	27,3	26,7	30,4	30,0	23,1	23,4	23,0	23,3	23,6	23,9	26,4	26,8	23,5
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	2,5	4,2	-0,3	2,7	4,9	2,0	2,0	2,0	1,0	0,0	0,0	-1,0	-3,4	11,2	3,8

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, inter-bancaire au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro, obligations d'Etat à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWVA (Hambourg). Prévisions OFCE.

## L'impact des tensions géopolitiques sur l'activité

Les tensions internationales à l'œuvre depuis le 11 septembre 2001 créent un climat d'incertitudes qui pèse sur l'économie mondiale. La perte de lisibilité brouille les anticipations des agents et introduit des primes de risque sur les marchés. Cette perte intervient au pire moment, en période de basse conjoncture, rendant plus difficile encore la reprise d'activité. Les canaux de transmission sont relativement bien définis : le marché pétrolier, les marchés financiers et la confiance des agents, qui affecte dans ce dernier cas plus ou moins directement les comportements. Nous supposons que le dégagement de l'horizon pourrait intervenir vers le milieu de l'année 2003. Les risques d'enlèvement du conflit, voire d'embrasement et de déstabilisation de la région demeurent mais ils ne peuvent être retenus dans notre scénario central.

Les **attentats du 11 septembre 2001** ont assurément marqué un tournant dans les relations internationales. En défiant les États-Unis, les agresseurs allaient déclencher une riposte qui s'est déclarée le **29 janvier 2002** lors du discours du Président Bush sur l'État de l'Union. À cette occasion, le Président a désigné trois pays parrainant le terrorisme international : l'Iran, l'Irak et la Corée du Nord, contre lesquels il convenait de lutter. En même temps, les relations avec l'Arabie saoudite, couvertes par des accords bilatéraux, s'assombrissaient tandis que le conflit israélo-palestinien redoublait de violence. L'**été 2002** a marqué un nouveau durcissement des tensions lorsque la puissance américaine a menacé l'Irak, accusé de détenir des armes de destruction massive, d'une intervention militaire. Sous la pression de la communauté internationale, les États-Unis ont accepté en septembre de se conformer aux règles de l'ONU tandis que le 16 septembre, l'Irak acceptait le retour sans condition des inspecteurs de désarmement. Mais simultanément, le gouvernement des États-Unis laissait ouverte la possibilité d'une intervention unilatérale en faisant voter par le Congrès le droit de recourir à la force s'il le jugeait nécessaire. Le **8 novembre**, l'ensemble des membres de l'ONU votait la résolution 1441 ordonnant à Bagdad de détruire toutes ses armes de destruction massive sous peine d'un recours à la force. Les tensions géopolitiques ont alors connu un court moment de répit mais à partir de **décembre**, suite au rapport remis par l'Irak à l'ONU recensant l'ensemble de son armement, il est apparu que les États-Unis agiraient, même unilatéralement, pour évincer Saddam Hussein. Les tensions liées à la menace d'une intervention ont été exacerbées par la condamnation de l'attitude américaine par une partie des pays occidentaux et de l'ensemble du Proche-Orient. Le **déclenchement**

**des hostilités**, sur une base unilatérale, le **20 mars 2003** a mis fin aux spéculations quant à l'ouverture d'un conflit. Cependant, une nouvelle phase d'incertitudes quant à l'évolution de ce conflit a alors commencé.

Si la supériorité militaire des États-Unis par rapport à l'Irak ne fait pas de doute, le risque d'enlèvement demeure. La résistance de l'armée ou du peuple irakien pourrait s'avérer plus forte que prévue, et le conflit pourrait déborder au-delà des frontières irakiennes et déstabiliser les pays voisins, voire l'ensemble de la région. Les marchés se rassurent en tablant sur une guerre « éclair », un *remake* de la première Guerre du Golfe de 1990-1991, mais aux contours plus flous malgré tout. Ni les objectifs (retrait des troupes irakiennes du Koweït en 1990), ni la légitimité du conflit (violation des frontières), ni le soutien à l'intervention (la condamnation de l'invasion avait été unanime tant par les pays arabes que par le monde occidental) ne sont les mêmes. Déjà, la durée de la période d'avant-guerre a été plus longue qu'en 1990-1991 : un an et demi entre le 11 septembre 2001 et le 20 mars 2003 contre moins de 6 mois après l'invasion du Koweït du 2 août 1990.

Nous reprenons en prévision cette hypothèse d'un conflit court mais maintenons certaines incertitudes qui perdureraient jusqu'au milieu de l'année. Les marchés, sous pression, resteraient encore très volatils. Le dégagement de l'horizon au milieu de l'année 2003 permettrait le retour à des anticipations plus en phase avec les fondamentaux.

## Les conséquences des tensions internationales sur la conjoncture : un premier bilan

Les tensions liées à la crise irakienne se transmettent à l'économie par différents canaux. L'impact le plus immédiat de ces tensions se porte sur le prix pétrolier. La crise se localisant dans une région stratégique quant à la production de pétrole, les craintes d'un défaut d'approvisionnement du marché mondial se traduisent par l'apparition d'une prime de risque dans les prix. La hausse du prix du pétrole entraîne alors un surcroît d'inflation qui affecte au premier chef les ménages. La baisse du pouvoir d'achat du revenu des ménages réduit la consommation, et donc la demande. Les entreprises révisent à la baisse leurs projets d'investissement. En même temps, elles font face au renchérissement de leurs coûts de production et doivent comprimer leurs marges lorsque il est difficile de faire passer cette hausse des coûts dans les prix de vente du fait du ralentissement de l'activité.

Avec la détérioration des anticipations de profits qui accompagnent le risque de dégradation de l'activité, les cours boursiers s'ajustent à la baisse. Des effets de richesse négatifs affectent les ménages, notamment dans les pays anglo-saxons, qui peuvent être tentés de relever leur taux d'épargne. Pour les entreprises, les efforts de rééquilibrage des bilans sont rendus plus difficiles par ce nouvel accès de faiblesse des marchés. De plus les incertitudes quant aux profits futurs sont plus grandes, ce qui nourrit une grande volatilité des marchés financiers.

Face aux conséquences occasionnées aux États-Unis par la guerre, la devise américaine a perdu son statut de valeur refuge et se déprécie par rapport à l'euro. Cet effet peut rester temporaire si l'impact sur l'économie est minime. Il pourrait s'avérer plus profond si la perte de confiance à l'égard des actifs américains était durable en raison d'un creusement incontrôlé des déficits budgétaire et courant. L'inflation importée qui en découlerait pour les États-Unis serait le pendant du regain de compétitivité. À l'inverse, l'Europe pâtirait plus d'un taux de change plus contraignant qu'elle ne profiterait de la désinflation importée.

Le climat issu des tensions géopolitiques puis du conflit peut accroître le pessimisme ambiant des ménages et des entreprises, déjà affecté par la morosité de l'économie, et freiner du fait d'une prudence exagérée, les comportements d'achats et d'investissement. Les incertitudes initiales deviennent alors auto-réalisatrices et amplifient le ralentissement conjoncturel.

Seul canal soutenant la croissance, la hausse des dépenses affectées au conflit et à la sécurité intérieure, concentrée aux États-Unis. Dans la mesure où elle est financée par emprunt et ne crée pas d'effet d'éviction, elle a un impact positif sur l'activité.

Il est par ailleurs des secteurs d'activité qui subissent de plein fouet les conséquences de ces tensions, notamment les transports aériens et le tourisme. Les désaccords sur le plan diplomatique ont aussi suscité certaines inquiétudes quant à l'avenir des relations commerciales entre la France et les États-Unis (encadré I).

### I. Un bras de fer commercial franco-américain ?

Les désaccords diplomatiques actuels entre la France et les États-Unis vont-ils se traduire par un *boycott* économique ? Rien n'est moins sûr. À environ 26 milliards d'euros d'importations et d'exportations par an, le commerce bilatéral est trop important pour envisager un désengagement mutuel. Les échanges représentent cependant beaucoup plus pour la France (8 % du commerce extérieur en valeur en 2002) que pour son partenaire américain (environ 3 %). De même, l'Hexagone a représenté en 2001 la cinquième origine des investissements directs (IDE) cumulés aux États-Unis (147 milliards de dollars) et le stock d'IDE américains en France s'est élevé à 38,5 milliards de dollars.

Un embargo à grande échelle n'est envisageable que dans la mesure où il ne contreviendrait pas aux règles de libre-échange édictées par l'Organisation Mondiale du Commerce, hypothèse improbable. Un *boycott* ne pourrait donc résulter que d'un comportement individuel des consommateurs et importateurs américains. Il reposerait par conséquent sur une forte adhésion populaire à la politique étrangère des États-Unis et un succès des opérations militaires en Irak, qui entraîneraient un mouvement de grande ampleur, ce qui n'a pas même été discernable au plus fort de la crise diplomatique. Les cibles potentielles de mesures de rétorsion seraient dans ce cas des biens d'origine française identifiable (boissons, automobiles, produits de luxe...). Il est peu probable que le principal poste d'exportation française à destination des États-Unis, la construction aéronautique, soit affecté car il s'agit en l'occurrence de productions européennes non spécifiquement gauloises. Par ailleurs, nombre de biens « français » sont en réalité produits aux États-Unis ou par des sociétés à capitaux en partie américains. En revanche, les États-Unis représentaient en 2000-2001 17 % des flux de devises touristiques et la tendance à la baisse du nombre de visiteurs américains, notable depuis le 11 septembre 2001, pourrait s'accroître du fait de la guerre et se réorienter vers d'autres destinations.

Si les produits français demeurent compétitifs, la probabilité reste faible que les entrepreneurs américains ne privilégient un instinct patriotique à la poursuite de leurs intérêts industriels. Il est, en revanche, vraisemblable que les échanges bilatéraux souffrent de l'appréciation de l'euro et de l'atonie de la croissance mondiale en 2003.

## Le marché pétrolier affecté depuis plus d'un an

Le prix du baril de pétrole est passé d'une moyenne de 18-20 dollars entre octobre 2001 et février 2002 à 34 dollars entre février et mars 2003. Cette hausse est due à la fois aux contraintes d'approvisionnement du marché pétrolier<sup>2</sup> et à l'introduction d'une prime de risque que l'on peut dater de fin février 2002. La réactivité du marché pétrolier aux tensions internationales s'explique par le risque de

2. Pour plus de détails sur l'évolution du marché pétrolier, voir dans ce même dossier la fiche « Pétrole en feu ».



rupture d'approvisionnement des pays consommateurs : la région du Golfe fournit un tiers de la production mondiale de pétrole brut ; les seules marges de capacités disponibles sont situées dans cette région ; par deux fois déjà, le pétrole a été utilisé comme arme stratégique contre les pays occidentaux ; en dépit des propos rassurants de l'OPEP, les marchés craignent malgré tout une certaine résistance des pays producteurs à combler le retrait de la production irakienne ; enfin le risque de perturbation des conditions d'acheminement du pétrole en provenance de la région est réel.

Selon notre modèle multivarié (encadré 2), la prime de risque aurait atteint son niveau maximal de 5 dollars le baril au deuxième trimestre 2002 et au premier trimestre 2003. Sans ces tensions, le prix n'aurait augmenté qu'à partir de la mi-2002, pour culminer à 31 dollars en fin d'année, avant de redescendre à 27 dollars au premier trimestre 2003. Au lieu de cela, la hausse s'est poursuivie.

## 2. Quantifier la prime de risque

Les variations récentes du cours du pétrole ne peuvent s'expliquer uniquement par les contraintes d'offre et de demande. Les tensions actuelles au Moyen-Orient y ont un rôle. Afin d'aboutir à une quantification de la prime de risque imputable aux incertitudes liées à l'intervention militaire en Irak, nous avons développé un modèle économétrique établissant un « cours de marché » du baril de Brent hors tensions exceptionnelles.

Nous avons utilisé une méthode dite de correction d'équilibre qui permet d'établir la variation de court terme (ici trimestrielle) d'un groupe de variables en fonction de leur écart à un équilibre de long terme (représenté par des relations de cointégration) et de leur situation récente. Nous nous sommes par conséquent intéressés au lien (estimé sur 1989-2002) entre le prix réel du baril de Brent (variable *prix*, calculée à partir du prix du Brent et du déflateur du PIB de l'OCDE), le cours effectif du dollar (*dollar* exprimé en droits de tirages spéciaux ( $1\$ = \dots DTS$ )), la demande de pétrole des pays de l'OCDE (*demande*), le niveau des stocks (*stocks*, le ratio des stocks OCDE sur la demande anticipée) et un effet de « surprise » de demande par rapport aux anticipations des marchés. D'autres variables (*spreads* sur options futures, quotas de l'OPEP...) ont été considérées sans finalement être retenues car elles n'étaient pas statistiquement significatives (la production est redondante avec la demande et les variations de stocks).

À long terme, nous obtenons une forte élasticité de la demande au prix réel de  $-0,43$ , chiffre proche de la littérature. Nous utilisons une variable de déséquilibre, qui correspond à l'écart vis-à-vis de l'équilibre de long terme (prix trop élevés ou demande trop faible).

Dans le modèle vectoriel, l'équation retraçant spécifiquement le comportement du cours du Brent est :

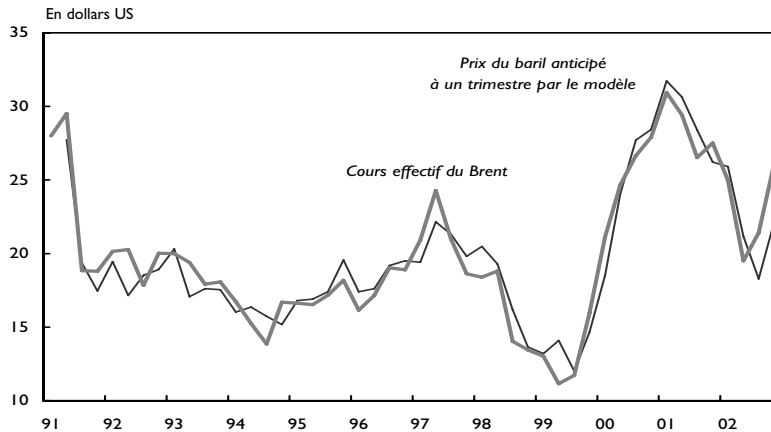
$$\Delta \text{prix}_t = 9,89 + 0,41 \Delta \text{prix}_{t-1} + 0,40 \Delta \text{prix}_{t-3} + 0,20 \Delta \text{prix}_{t-4} - 3,40 \Delta \text{demande}_{t-3} - 2,50 \text{surprise}_{t-1} - 1,43 \Delta \text{dollar}_{t-1} - 1,15 \Delta \text{dollar}_{t-2} - 1,31 \text{stock}_{t-1} - 0,79 \text{déséquilibre}_{t-1} - 0,29 I_{\text{hiver},t} + \varepsilon_t$$

$$R^2 = 0,69; \chi^2_{\text{Normalité (Doornik-Hansen)}} = 1,49 [p = 48\%];$$

$$LM(\text{AR}_{1-4}) = 0,94 [45\%]; LM(\text{ARCH}_{1-4}) = 0,33 [85\%];$$

où les variables sont exprimées en logarithme sauf l'écart à la demande anticipée,  $\Delta$  indique la variation trimestrielle et  $I_{\text{hiver}}$  est une variable indicatrice de l'hiver (les variables de demande et de stocks ne sont pas désaisonnalisées).

**Estimation d'une fonction de prévision du prix du baril de pétrole**



Sources : Datastream, WEFA et OPEP ; calculs OFCE.

Cette équation nous permet d'établir des prévisions à l'horizon d'un trimestre (graphique) et d'estimer ainsi le prix correspondant aux conditions de marché. Les écarts réalisés entre notre modèle et le cours effectif permettent de discerner un comportement anormal des marchés dû, par exemple, à des tensions politiques. Et ainsi, en partant d'une hypothèse de prime de risque nulle au premier trimestre 2002, nous pouvons calculer l'enchaînement des cours du pétrole hors tensions exceptionnelles et donc quantifier ces dernières historiquement (tableau).

**Évaluation de la prime de risque sur le Brent**

En dollars courants		Cours effectif du Brent	Prix modélisé de marché	Prime de risque
2002	T1	21,4	21,4	0
	T2	25,3	20	5
	T3	27,7	26,5	1
	T4	27,1	31	-4
2003	T1	32,2	27,5	5

Source : calculs OFCE.

Dans la zone euro, cette hausse des prix du pétrole est compensée pour moitié par l'appréciation de l'euro : entre la moyenne 2002 et février 2003, la hausse atteint 31 % en dollars et 16 % en euros. Ainsi, la hausse des prix des produits pétroliers fait passer la hausse des prix à la consommation de 1,9 % hors énergie à 2,4 % pour l'indice total dans la zone euro, et de 1,7 % à 3 % aux États-Unis. Ce surcroît d'inflation réduit le pouvoir d'achat des ménages et affecte la consommation. Dans la mesure où la consommation des produits pétroliers est relativement rigide, l'ajustement se fait au détriment des autres produits.

Selon nos prévisions, cette prime de risque se maintiendrait au deuxième trimestre 2003, les prix étant autour de 33 dollars. Au deuxième semestre, les prix pourraient baisser autour de 25 dollars avec la levée des incertitudes liées à la guerre et l'amélioration des perspectives de la production de pétrole.

## L'incertitude pèse sur les marchés financiers depuis septembre 2002

Comparée à l'ampleur de la baisse depuis le pic de mars 2000, et prise dans la mouvance du dégonflement de la bulle Internet, la baisse de la Bourse entre la mi-janvier et la mi-mars 2003 apparaît minime. En revanche, considérée après la courte période de consolidation de l'automne 2002, elle apparaît plus préoccupante. La lecture des cours boursiers au jour le jour à la lumière des informations conjoncturelles (indicateurs, décisions monétaires, annonces de résultats,...) et « diplomatiques » suggère l'existence d'une « prime de guerre » et met en évidence l'extrême sensibilité de la Bourse, depuis septembre 2002, à toutes informations ayant trait à la guerre en Irak<sup>3</sup>.

La simple mise en regard des principales étapes du processus diplomatique avec la réaction de la Bourse met en évidence cette réactivité (graphique 4). La période de consolidation des marchés d'actions en octobre-novembre 2002 coïncide avec la saisie par l'ONU du dossier irakien et le début des inspections. La Bourse a salué cette mise en route du processus diplomatique en la comprenant comme garantie d'une solution mieux coordonnée. Dès lors que ce processus s'est enrayé dans le courant du mois de janvier 2003 (avec l'opposition grandissante entre les anti et les pro-guerre, c'est-à-dire entre ceux qui pensaient les inspections utiles et ceux qui pensaient que l'Irak était déjà en violation de la résolution 1441), la Bourse a reculé. Ce

3. Leigh, Wolfers et Zitzewitz (2003, NBER n° 9887, mars) ont abordé cette question d'une manière originale, en utilisant l'information contenue dans un contrat à terme échangé sur une Bourse en ligne : le *Saddam security*. Le prix de ce titre reflète la probabilité que Saddam Hussein ne soit plus Président à une date  $t$ , et donc indirectement la probabilité de guerre. Il existe un autre baromètre, le *Saddameter*, qui compile directement des avis d'experts sur la probabilité de guerre. La corrélation entre le S&P500 et cet indicateur est frappante.

recul s'est accompagné d'une forte volatilité des cours, exacerbée par les très faibles volumes échangés.

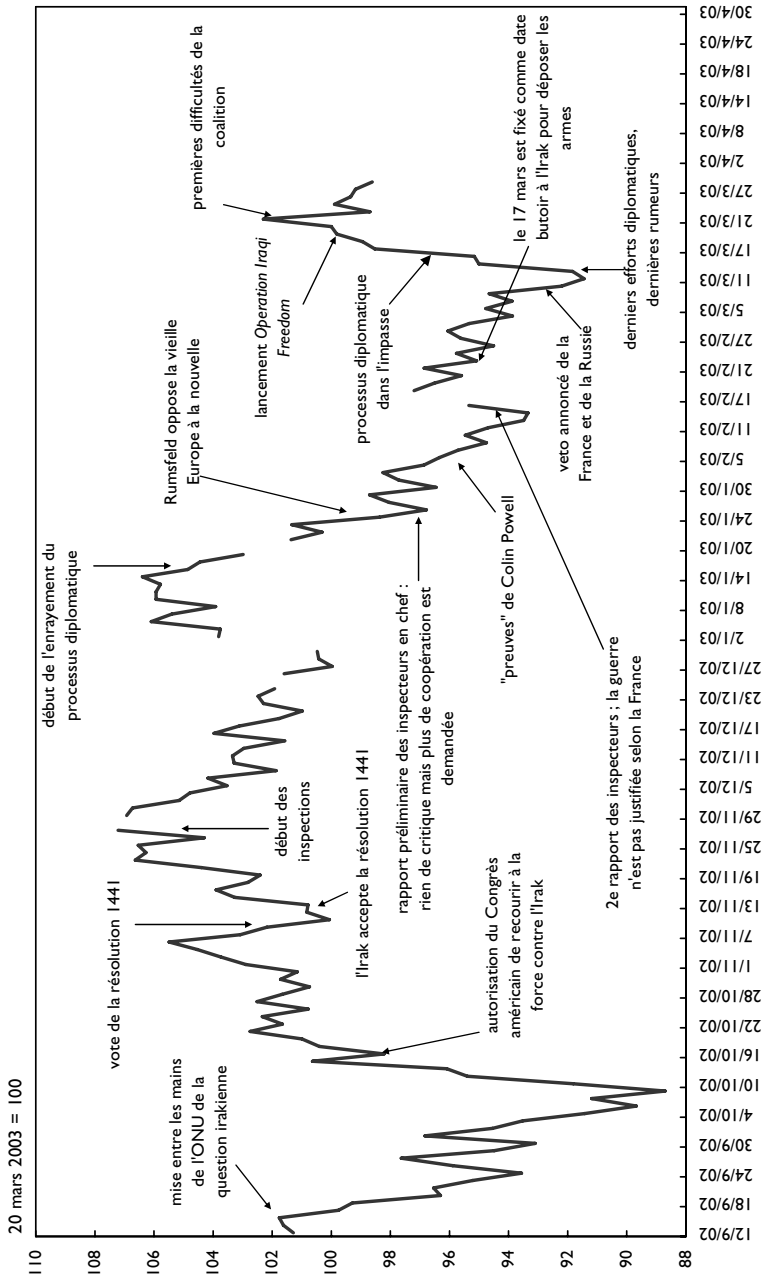
Le rebond de la Bourse entre le 13 et le 21 mars 2003 est aussi remarquable. Dès lors que l'incertitude s'est levée, au moins en partie, au profit de la certitude d'une intervention militaire américaine, les marchés ont réagi à la hausse. Tout en restant assez typique par son caractère avancé, alors que les hostilités n'avaient pas encore commencé, cette réaction haussière rappelle la manière dont les marchés avaient salué le lancement de l'opération « Tempête du Désert » le 17 janvier 1991 : le S&P500 avait gagné 13 % entre le début et la fin des hostilités. Aujourd'hui, ce rebond se révèle malgré tout très éphémère, la gestion du conflit et de l'après-guerre soulevant encore de nombreuses questions.

Par ailleurs, la baisse des marchés d'actions européens continentaux a été plus marquée que celle des marchés américains ou anglais. Cette différence de performances, qui existe depuis mars 2000, s'est accentuée depuis le début de l'année 2003. Dans un environnement plus dégradé (voir la partie « Entreprises : priorité au désendettement »), les opérateurs craignent en effet que l'incertitude entourant la guerre en Irak n'ait de plus fortes répercussions sur l'économie.

L'impact des incertitudes géopolitiques ne s'est pas limité à la Bourse : il s'étend aux marchés obligataires et de change. Les titres obligataires ont pleinement joué leur rôle de titres sûrs. Le report des investisseurs sur le marché obligataire public est net, la fuite vers la sécurité contribuant à une baisse marquée des taux publics, aussi bien pour les échéances longues (10 ans) que pour les plus courtes (2 ans). Le marché obligataire européen a plus profité de cette évolution que le marché américain. Au moment où les incertitudes ont été maximales, du début janvier à la mi-mars, les taux en Europe sont restés inférieurs à ceux outre-Atlantique. Le dollar, habituellement valeur refuge en situation de turbulences financières, a pâti de ces incertitudes au profit de l'euro. Simultanément au rebond de la Bourse entre le 13 et le 21 mars 2003, le mouvement exactement inverse à celui qui avait caractérisé les marchés financiers depuis trois mois environ s'est produit : hausse des taux obligataires publics et dans une moindre mesure privés, hausse du dollar, légère augmentation des volumes de titres échangés. Mais tout comme pour la Bourse, les marchés se sont de nouveau retournés aux premières difficultés rencontrées par les militaires de la coalition.

Dans la mesure où l'on ne maîtrise pas l'évolution du conflit, il est impossible de savoir à partir de quel moment les fondamentaux économiques reprendront le dessus sur les influences géopolitiques. En attendant, ces fluctuations des marchés financiers incitent à l'attentisme du côté de la sphère réelle.

4. S&P500 et processus diplomatique



Sources : Datastream, analyse OFCE.

## Confiance et comportement face à la crise : un lien plus difficile à cerner

Les incertitudes géopolitiques et la réalité de la guerre ont un impact sur la confiance des agents et sur leurs anticipations. Les enquêtes d'opinion permettent d'appréhender comment les agents perçoivent les évolutions économiques, si cette perception est en ligne avec les évolutions observées, et comment les éventuelles différences affectent leur comportement. Cette analyse demeure cependant délicate dans la mesure où en situation de tensions, les agents révisent leurs perspectives à la baisse et réagissent en fonction de ces anticipations. Dès lors que les comportements valident les craintes, il devient difficile de discerner ce qui est lié à la dégradation *ex ante* des fondamentaux et ce qui est induit par la perte de confiance.

Aux États-Unis comme en France, les réponses des producteurs sont beaucoup moins sensibles aux événements exceptionnels que celles des ménages. Les enquêtes dans l'industrie sont restées très corrélées avec la production industrielle d'août 1990 à janvier 1991 et aussi des derniers mois de 2002 à février 2003. Les éléments négatifs qui ont été intégrés dans la confiance se traduisent donc ensuite par une activité moindre, du fait d'anticipations auto-réalisatrices.

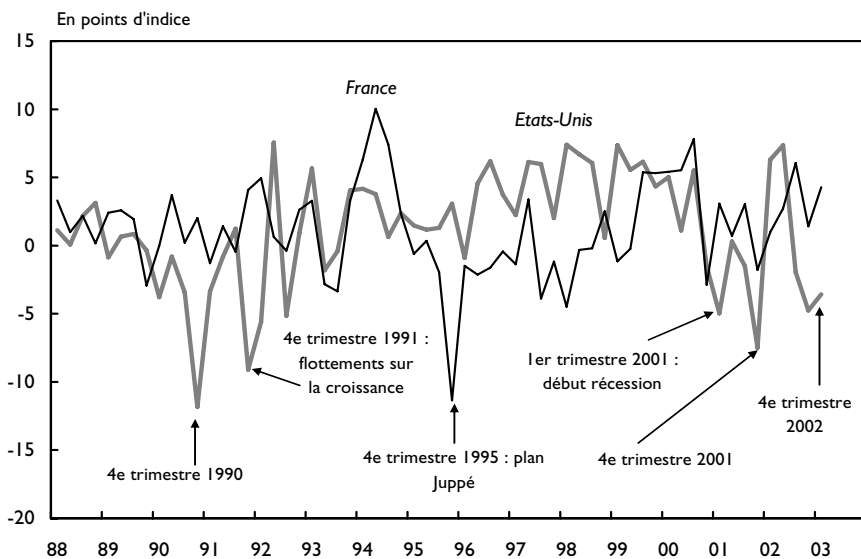
En octobre 1990, l'INSEE avait complété l'enquête investissement pour appréhender l'impact de la crise du Golfe. 60 % des industries manufacturières avaient alors révisé à la baisse leurs prévisions de demande suite aux événements géopolitiques, 36 % pour les services, les autres entreprises considérant que l'impact était neutre pour l'essentiel (la part des entreprises mentionnant un effet favorable était inférieure à 2 % dans tous les secteurs). L'impact sur les décisions d'investissement concernait moins de 25 % des entreprises, celles-ci différant essentiellement leurs projets d'extension de capacités.

Les enquêtes des ménages sont plus sensibles aux événements exceptionnels. Ainsi, entre août 1990 et février 1991, les questions sur les perspectives générales (de revenu, de chômage ou d'emploi,...) avaient marqué un décrochage en France comme aux États-Unis, les questions sur les prix étant caractérisées par un pic au moment de l'invasion du Koweït. Sur la longue période, le lien entre les variables d'enquête des ménages et leur pouvoir d'achat est plus lâche que celui entre enquêtes et production dans l'industrie. Aussi, cette différence entre perception et variables quantitatives pourrait-elle expliquer le lien entre consommation et revenu des ménages.

Pour vérifier cette hypothèse pour la France, on estime des équations de consommation en intégrant à côté des variables explicatives traditionnelles, l'information des enquêtes qui n'est pas incluse

dans ces premières variables <sup>4</sup>. Les variables d'enquête qui connaissent des décrochages brutaux au moment des événements exceptionnels ont tiré les indices synthétiques de confiance vers le bas au début 2003, mais n'amènent aucune information supplémentaire pour expliquer la consommation. Pour la France, les composantes les plus pertinentes quant aux évolutions futures de la consommation sont totalement expliquées par les déterminants fondamentaux du revenu (masse salariale, impôts et prestations sociales) pris en compte dans nos prévisions pour le début 2003 (graphique 5). En revanche, les évolutions géopolitiques influent plus sur les anticipations des ménages américains et pèsent sur notre scénario de croissance aux États-Unis.

### 5. Information spécifique des enquêtes auprès des ménages



Note : La situation des affaires courantes (*present business conditions*) du *Conference Board* pour les États-Unis et la situation financière future pour la France ont été régressées sur les variables de pouvoir d'achat du revenu et d'emploi, afin d'en extraire l'information particulière contenue dans cette donnée. Le résidu est représenté ici (pour le premier trimestre 2003, le résidu est calculé avec notre prévision). Un signe positif signifie que les ménages ont une vision « optimiste » de la réalité et indique une tendance à la baisse du taux d'épargne, toutes choses égales par ailleurs (et notamment à croissance inchangée du pouvoir d'achat).  
Sources : *Conference Board*, INSEE, calculs OFCE.

4. Les variables explicatives traditionnelles sont le pouvoir d'achat du revenu et l'inflation ; l'information des enquêtes est le résidu de l'équation expliquant les soldes d'opinion en fonction du pouvoir d'achat du revenu et de l'emploi.

## Le coût de la guerre

Le 25 mars 2003 le Président George W. Bush demandait au Congrès une enveloppe budgétaire supplémentaire de 74,7 milliards de dollars relative au coût de la guerre et de la sécurité intérieure. Ces dépenses sont censées couvrir 1 à 2 mois de conflit, 5 à 6 mois d'occupation de l'Irak le temps de s'assurer de la stabilité du nouveau régime et de la région, et le commencement de l'évacuation des soldats américains dans un horizon de 6 mois environ. Cette somme recouvre le coût direct de la guerre (62,6 milliards de dollars), les aides financières diverses aux alliés (Turquie, Colombie, Israël) à hauteur d'environ 5 milliards de dollars, le coût de l'aide humanitaire et de la reconstruction (2,4 milliards de dollars mais il ne s'agit pas d'un chiffrage exhaustif, l'administration Bush comptant sur une large participation internationale) et enfin 4 milliards affectés au nouveau Département de la Sécurité intérieure.

Cette première rallonge budgétaire reste inférieure aux chiffrements avancés depuis septembre 2002 sur le coût de la guerre. Les premières estimations de Larry Lindsey (Conseiller économique de G.W. Bush de l'époque) basées sur les mêmes hypothèses (guerre courte, maintien des troupes en Irak plusieurs mois après la fin du conflit, frais de reconstruction) tablaient sur un montant de 100 à 200 milliards de dollars, soit 1 à 2 % du PIB des États-Unis. La Commission du Budget de la Chambre des représentants (2002)<sup>5</sup> arrivait au même chiffre, à partir du coût moyen de la première Guerre du Golfe et en prenant en compte d'autres facteurs (maintien des troupes, aides financières aux alliés et aide humanitaire). Les seules opérations militaires coûteraient entre 48 et 93 milliards selon le nombre de soldats (entre un quart et la moitié de ceux de 1991). Le chiffre du CBO (2002)<sup>6</sup> est par contre inférieur : le coût direct des opérations militaires pour un mois de conflit se situerait entre 21 et 29 milliards de dollars (plus 6 à 7 milliards par mois supplémentaire de combat). Dans tous les cas, il s'agit d'un surcoût lié à la guerre. Ne sont donc pas inclus les frais qui auraient de toute façon été occasionnés par les entraînements (salaires des militaires, heures de vol des avions,...).

Ces comparaisons restent délicates car les estimations sont basées sur des hypothèses différentes notamment pour ce qui concerne le coût de la reconstruction, les intérêts versés au titre de l'endettement supplémentaire, voire l'impact macroéconomique global compte tenu de l'évolution des prix du pétrole et de la production. Cette difficulté croît avec l'horizon de projection : elles dépendent de la durée, de

5. *Assessing the Cost of Military Action Against Iraq: Using Desert Shield/Desert Storm as Basis for Estimates*, an Analysis by the House Budget Committee Democratic Staff, 23 septembre 2002.

6. *Estimated Costs of a Potential Conflict with Iraq*, Congressional Budget Office, septembre 2002.



l'ampleur du conflit et de ses conséquences économiques. Les travaux de Nordhaus (2002) donne par exemple une fourchette sur le coût final de la guerre sur la période 2003-2012 compris entre 99 et 1924 milliards de dollars<sup>7</sup>.

Ces chiffrages ne prennent pas en compte le fait qu'une partie de ces coûts couvrent l'utilisation de matériel puisé dans les stocks (munitions, bombes,...). Par ailleurs, le matériel détruit lors des bombardements apparaît comme un coût. Or, l'impact sur l'économie est différent selon que le coût constitue une dépense et donne lieu à une contrepartie en production ou bien à du déstockage, ou de la destruction (la reconstitution des stocks ou la reconstruction des engins militaires pouvant intervenir plus tard). De même, le versement des aides financières aux pays alliés ne participe pas à l'effort de relance que constituent les seules dépenses militaires liées au conflit.

La situation de 1990-1991 où l'impact positif des dépenses militaires sur l'activité américaine avait tout compte fait été payé par les pays alliés ne devrait pas se reproduire cette année. À l'époque, le coût de la guerre avait été pris en charge par les pays alliés à hauteur de 50 milliards de dollars sur un total de 61 milliards (80 milliards de dollars de 2002). En 2003, la charge de la guerre devrait être supportée essentiellement par les États-Unis, plus marginalement par le Royaume-Uni et quelques autres pays alliés.

## Variantes et politique économique

### L'impact macroéconomique du conflit selon différents scénarios

Si la crise devait se limiter à la hausse des prix du pétrole, l'impact serait tout compte fait limité sur l'économie mondiale (tableau 5, scénario 1). Sous l'hypothèse d'un choc temporaire fort qui ferait monter les prix à respectivement 57 et 52 dollars le baril au cours des deux premiers trimestres 2003, la Commission européenne (2003) chiffre la perte de croissance par rapport à un scénario sans hausse des prix du pétrole à 0,3/0,4 point de pourcentage pour la zone euro en 2003 (scénario 2). L'impact serait néanmoins plus fort dans le cas d'un choc permanent (tableau 6).

La vulnérabilité des économies à une hausse des prix du pétrole est relativement limitée aujourd'hui : avec le développement des services ainsi que les économies et substitution d'énergie, l'intensité pétrolière du PIB a baissé de 60 % depuis 1973. Par ailleurs, les effets

7. *War with Iraq. Costs, Consequences and Alternatives*, American Academy of Arts and Sciences, décembre 2002.

inflationnistes sont moindres que par le passé du fait de la désindexation des salaires aux prix et d'une politique monétaire plus vigilante. Enfin, même dans l'hypothèse d'un choc pétrole durable, la hausse resterait sans commune mesure avec les chocs de 1973 et 1979 (scénario 3).

Néanmoins, en intervenant en période de basse conjoncture, lorsque la situation des entreprises est particulièrement fragile et que la consommation des ménages est le seul soutien à la croissance, la hausse pourrait jouer un peu plus négativement que ce que nous suggèrent les variantes.

#### 5. Impact d'une hausse des prix du pétrole selon la Commission européenne

	PIB Zone euro	Inflation Zone euro
<i>Scénario 1</i> Hausse de 50 % en T1 2003 Hausse de 3 dollars en 2003	- 0,1	+ 0,1 / + 0,2
<i>Scénario 2</i> Hausse de 100 % en S1 2003 Hausse de 15 dollars en 2003	- 0,3 / - 0,4	+ 0,5
<i>Scénario 3</i> Hausse durable de 10 dollars sur plusieurs années	- 0,2 / - 0,4	+ 0,7 la première année, + 0,2/ + 0,4 après

Source : Commission européenne : *A Possible War in Iraq-main Economic Issues*, Economic and Financial Committee Report to the Ecofin Council, 12 février 2003, Bruxelles.

#### 6. Impact d'une hausse permanente des prix du pétrole selon le FMI

	Hausse de 5 dollars	
	PIB	Balance commerciale
États-Unis	- 0,4	- 0,1
Zone euro	- 0,4	- 0,1
Japon	- 0,2	- 0,2

Source : FMI, *World Economic Outlook*, 2003.

La prise en compte des autres canaux de transmission de la crise à l'économie, sur la base des comportements observés en 1990-1991, enrichit considérablement l'analyse (tableau 7). Selon le Centre des Etudes Stratégiques Internationales américain (CSIS 2002, source tableau 7), si la guerre est rapide (scénario 1), le prix du pétrole augmente passagèrement au premier trimestre 2003 tandis que l'effet psychologique sur les ménages n'affecte pas la demande. Très vite la détérioration des anticipations est neutralisée : la Bourse se ressaisit, les conditions de financement des entreprises s'en trouvent améliorées

et les dépenses militaires supplémentaires engagées par les États-Unis ont des effets d'entraînement sur l'économie américaine et celle des autres pays. Au final, l'impact est positif sur la croissance.

#### 7. Impact de la crise sur la croissance du PIB selon le CSIS

	Scénario 1		Scénario 2		Scénario 3	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
États-Unis	+ 0,5	- 0,4	- 1,7	0	- 4,5	+ 0,9
Zone euro	+ 0,1	+ 0,1	- 1,0	+ 0,4	- 2,5	+ 0,7
Japon	+ 0,2	0	- 2,0	+ 0,6	- 3,3	- 0,4

*Scénario 1* : guerre courte (de 4 à 6 semaines) avec peu de dommages. Pas de baisse de la production de pétrole de l'OPEP (l'Arabie saoudite couvre le retrait de la production de l'Irak). Le prix du pétrole passe à 26 dollars en 2003 et 22 dollars en 2004.

*Scénario 2* : guerre courte avec davantage de dommages collatéraux. Maintien d'attaques sporadiques au-delà du conflit. Les réserves stratégiques sont utilisées pour couvrir l'insuffisant approvisionnement de pétrole. Le prix du pétrole passe à 37 dollars en 2003 et 30 dollars en 2004.

*Scénario 3* : guerre plus longue (3 à 6 mois) avec utilisation d'armes de destruction massive par les Irakiens. Le conflit s'étend à l'ensemble de la région. Le prix du pétrole passe à 60 dollars en 2003 et 40 dollars en 2004.

Source : Laurence MEYER, 2002 : *After an Attack on Iraq : The Economic Consequences*, Conference Summary, CSIS, 21 novembre.

En intégrant les autres facteurs de fragilité de l'économie, le risque de stagnation, voire de récession ne serait pas à exclure. La Commission européenne confirme les résultats du CSIS présentés dans le scénario 2. L'effet inflationniste de la hausse du prix du pétrole se traduirait par une baisse du pouvoir d'achat du revenu des ménages tandis que la baisse de la Bourse entraînerait des effets de richesse négatifs. Les entreprises seraient confrontées à des conditions de financement plus serrées malgré le soutien de la politique monétaire aux États-Unis.

Si les États-Unis venaient à perdre le contrôle de la situation et que le conflit devait s'étendre en dehors des frontières irakiennes (scénario 3), la révision à la baisse des anticipations auraient alors des effets beaucoup plus perturbants sur les marchés financiers et la perte de confiance des agents jouerait plus durablement. Par ailleurs, la hausse du prix du pétrole frapperait l'ensemble des pays consommateurs, les enfonçant dans une profonde récession. Aux États-Unis, le soutien de la politique monétaire pourrait atténuer la baisse d'activité mais le creusement du déficit budgétaire viendrait probablement renforcer la crise de confiance vis-à-vis des États-Unis.

### Quelle marge de manœuvre en matière de politique économique ?

À la veille de la première Guerre du Golfe, l'économie américaine sortant de sa deuxième plus longue phase de croissance de l'après-guerre, présentait tous les signes d'une récession. Les conditions

monétaires étaient de plus en plus tendues, malgré la dépréciation du taux de change effectif réel depuis les accords du Plaza. Lors de l'invasion irakienne du Koweït en août 1990, la Réserve fédérale avait craint qu'à l'impact inflationniste de la hausse des prix du pétrole ne s'ajoutent les effets du gonflement du déficit, car le solde public s'était encore détérioré en 1990 (- 4,3 % du PIB) et la dette atteignait 67 % du PIB. Face au dilemme de poursuivre une politique monétaire restrictive pour combattre l'inflation ou expansionniste pour prévenir l'utilisation du levier budgétaire, la Réserve fédérale avait d'abord choisi le compromis et diminué lentement les taux d'intérêt. Ce choix s'était avéré insuffisant lorsque le ralentissement s'était révélé plus fort que prévu. D'octobre 1990 à mars 1991, l'accélération de la baisse des taux directs (de 8 % à 6 %) s'était transmise aux taux longs. Le dollar ne s'était apprécié que le temps de l'intervention en Irak.

En Europe le choc pétrolier suite à l'invasion du Koweït avait eu un moindre impact sur l'inflation qu'aux États-Unis. La politique de désinflation était bien engagée, comme le montrait la baisse des taux longs. Les conditions monétaires étaient particulièrement restrictives. Les taux mixtes réels (moyenne taux court-taux long) se situaient entre 6 et 8 % en 1990 contre 3,4 % aux États-Unis. La situation budgétaire était très dégradée pour la quasi-totalité des pays, avec des déficits supérieurs à 2 %. Seules l'Italie, la Belgique et l'Irlande avaient amorcé un processus de consolidation. Les pays avaient tenté de maintenir l'ancrage au mark, qui ne se dépréciait pas, alors même que la politique monétaire allemande réagissait à l'impulsion positive de l'unification allemande. Contrairement aux États-Unis, les taux d'intérêt n'avaient donc pas baissé et la politique monétaire s'était encore resserrée.

À la veille de la deuxième intervention américaine en Irak, l'économie américaine montre des signes de reprise. Elle sort de deux ans d'expansion budgétaire, et, bien qu'en hausse, l'inflation n'est que de 2,2 % en glissement à la fin 2002. La politique monétaire est expansionniste. Ayant déjà engrangé une baisse d'environ 5 points depuis la fin 2000, les taux d'intérêt à trois mois sont aujourd'hui à 1,5 %. Mais les conditions monétaires sont plus restrictives qu'en 1990, surtout du fait de l'appréciation réelle du taux de change. Les marges de manœuvre pour la politique monétaire sont réduites du côté des taux d'intérêt. Les outils budgétaires ont déjà été largement utilisés, mais peuvent encore être mobilisés. Le déficit public en points de PIB se situe à un niveau proche de celui de 1990, la dette et la charge de la dette sont beaucoup plus faibles. La poursuite d'une politique budgétaire expansionniste pourrait amener une pentification de la courbe des taux et à un durcissement des conditions monétaires. À ce jour, le report des actifs risqués vers les actifs non risqués a empêché que la hausse du prix du pétrole ne se traduise par une

hausse des taux longs, alors que le rebond avait été immédiat en 1990. L'appréciation du dollar, qui avait suivi l'intervention militaire américaine début 1991, n'est pas susceptible de se répliquer dans la même ampleur.

Le *policy mix* en Europe paraît aujourd'hui plus favorable qu'en 1990. Les conditions monétaires sont plus relâchées. Si le taux de change effectif nominal est à peine plus élevé, la plus faible inflation le rend inférieur en termes réels. Les taux d'intérêt sont plus bas, mais supérieurs à ceux des États-Unis. Doutant de l'efficacité d'une baisse des taux directeurs dans le climat actuel d'incertitude, la Banque centrale européenne (BCE) mène une politique attentiste qui lui laisse des marges de manœuvre. Aussi, la politique monétaire ne redeviendrait pas immédiatement restrictive lors de la reprise ou elle deviendrait plus accommodante en cas d'enlisement du conflit et de dégradation de la conjoncture. La situation budgétaire est dans l'ensemble des pays plus saine (quatre pays sont en équilibre ou en excédent, les autres ont un déficit proche de 3 % du PIB, celui de la zone euro étant à 2,3 %). Le niveau de la dette est plus élevé, mais la charge d'intérêts est beaucoup plus faible qu'au début de la décennie. Les pays sont toutefois tenus de respecter la rigueur budgétaire imposée par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), qui implique l'équilibre du solde public structurel en 2006, soit une impulsion budgétaire négative de 0,5 point de PIB par an dans l'ensemble de la zone euro<sup>8</sup>. La Commission s'oppose officiellement à tout affranchissement des contraintes du PSC. Les circonstances exceptionnelles ne pourront donc jouer que dans le cadre prévu par le PSC d'une baisse abrupte du PIB réel de 0,75 %. Dans l'hypothèse d'un enlisement du conflit et d'une suspension temporaire du PSC, les marges de manœuvre budgétaire restent donc limitées, si on veut assurer au moins la stabilité de la dette.

8. La procédure pour déficit excessif appliquée à l'Allemagne et annoncée contre la France n'est pas une contrainte immédiate. Elle demande de ramener le déficit au-dessous de la limite de 3 % du PIB à l'horizon 2004. Les deux pays auront plusieurs occasions au cours des deux années à venir pour convaincre les partenaires de l'efficacité des politiques mises en œuvre afin d'éviter les sanctions.

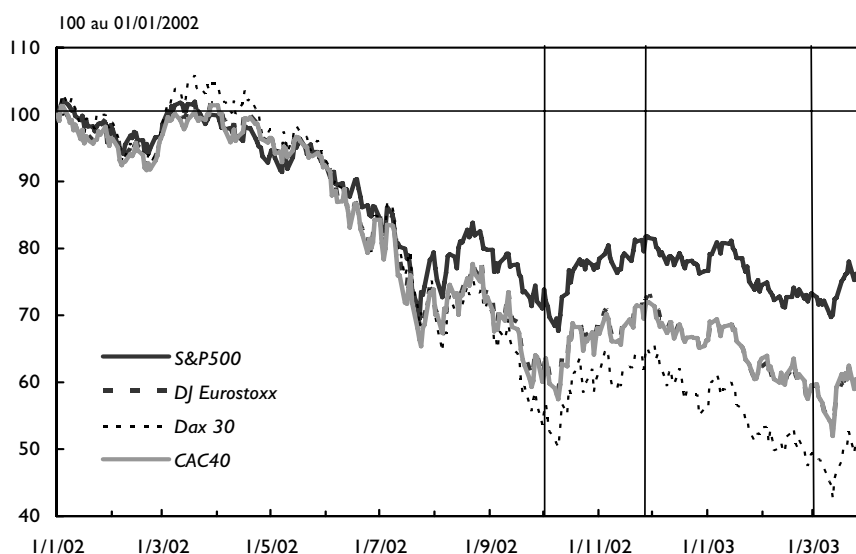
## Entreprises : priorité au désendettement

N'était l'effet délétère des incertitudes géopolitiques sur les marchés boursiers, plusieurs éléments plaident début 2003 en faveur d'un léger desserrement de la contrainte de financement externe des entreprises. L'effort de désendettement des sociétés non financières entrepris tant aux États-Unis que dans la zone euro depuis 2001 a commencé à être salué depuis la fin 2002 par les marchés obligataires. Dans le même temps, la bonne résistance de la capacité de crédit des banques permet d'écarter l'hypothèse d'un rationnement du crédit au sens strict du terme. Pourtant, il est prématuré d'anticiper une franche amélioration des conditions d'investissement. L'année 2002 aura été à la fois celle d'une reprise déçue, mais aussi d'un redressement mitigé de la rentabilité des entreprises, particulièrement dans la zone euro. Début 2003, les perspectives de rentabilité des entreprises sont loin d'avoir retrouvé des niveaux susceptibles d'enclencher un net rebond des marchés financiers.

## Les Bourses marchent au pas

Depuis les plus hauts niveaux atteints au printemps 2000, les marchés boursiers se sont effondrés. Entre mars 2000 et fin mars 2003, le CAC 40 a perdu 56 % de sa valeur, le DAX 67 %, le DJ Eurostoxx 58 %, le S&P 500 43 % et l'indice composite NASDAQ a enregistré une chute de 72 % . Dans un contexte de ralentissement économique et de correction des excès passés, l'année 2002 a été également une année de déprime des marchés financiers, en particulier en Europe : -23 % pour le S&P 500 et -35 % pour le DJ Eurostoxx. Les espoirs d'une reprise mondiale au début de l'année 2002 ont été rapidement contrariés par la publication de résultats trimestriels plus mauvais que prévu, notamment dans le secteur des télécommunications. La mise en cause des pratiques des analystes des grandes banques d'affaires et le retournement de nombreux indicateurs conjoncturels sont venus également interrompre la vague d'optimisme des marchés boursiers. À partir de la mi-avril 2002, les indices boursiers européens et américains reprenaient le chemin d'une tendance baissière jusqu'au début du mois d'octobre (graphique 6).

6. Indices boursiers \*

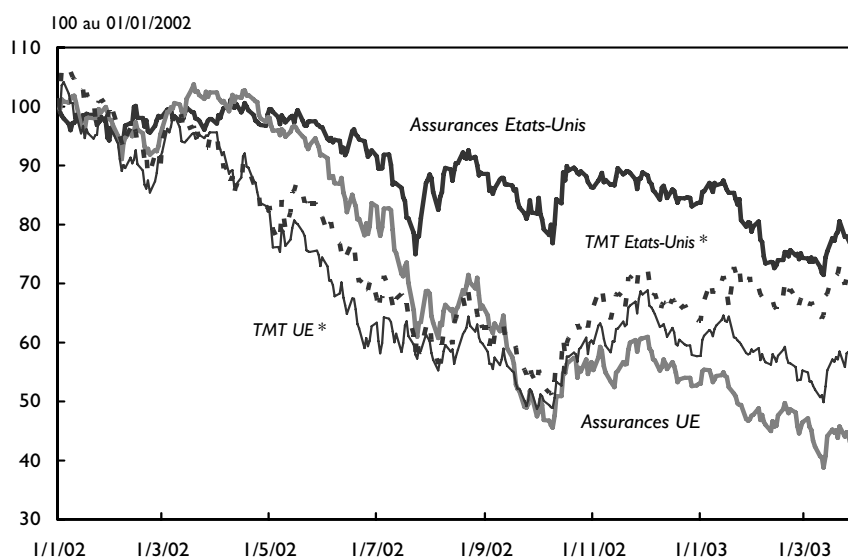


\* Sur la période, le CAC 40 et le DJ Eurostoxx sont très corrélés.  
Source : Datastream.

Les Bourses européennes continentales ont plongé plus profondément que les Bourses américaines depuis la fin juillet 2002. Plusieurs explications peuvent être mises en avant. Premièrement, l'appréciation de l'euro face au dollar a dégradé la compétitivité des entreprises européennes alors que les perspectives de croissance étaient déjà faibles. En revanche, cette dépréciation du dollar est la bienvenue pour soulager le déficit extérieur américain. Deuxièmement, au niveau sectoriel, le mouvement de baisse des actions du secteur de l'assurance a été beaucoup plus marqué en Europe qu'outre-Atlantique. De fin juillet 2002 à fin mars 2003, les entreprises d'assurance européennes ont perdu 36 % de leur valorisation boursière contre seulement 3 % aux États-Unis (graphique 7). La moins bonne tenue de l'indice boursier européen des TMT (Technologies, Médias et Télécommunications) par rapport à son homologue américain a également contribué à la déconnection des deux places boursières. De fin juillet 2002 à fin mars 2003, la capitalisation boursière du secteur des TMT a augmenté de 16 % aux États-Unis alors qu'elle a diminué de 5 % en Europe.

Enfin, si l'Europe avait été jusqu'à présent épargnée par des scandales financiers de l'ampleur de ceux qu'ont connus les États-Unis avec les affaires Enron et Worldcom, les révélations sur la comptabilité d'Ahold, numéro trois mondial de la distribution, inquiètent les investisseurs en Europe. Cette affaire porte un coup dur à la crédibilité des comptes des sociétés européennes.

## 7. Indices boursiers sectoriels



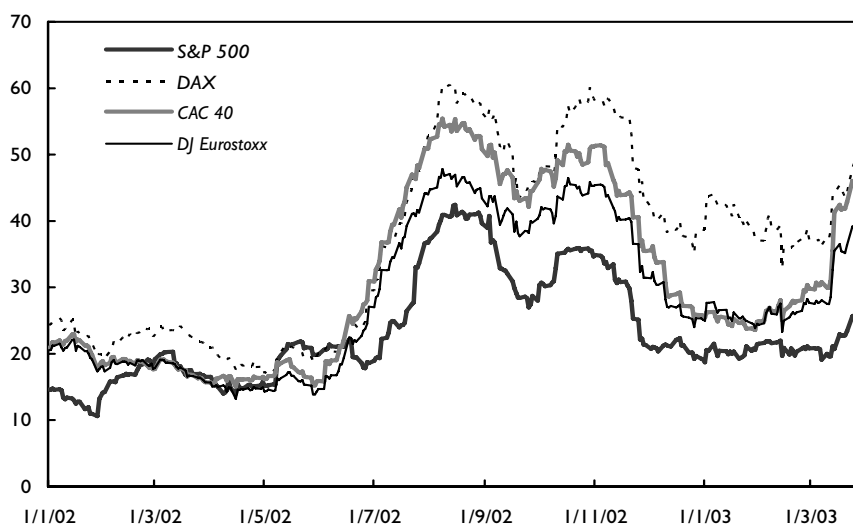
\* Indice de la capitalisation boursière.  
Source : Datastream.

Après le point bas du 9 octobre 2002, les Bourses européennes et américaines se sont redressées pendant sept semaines grâce à la publication de résultats supérieurs aux attentes des marchés pour certaines entreprises de référence (General Electric, IBM, quelques grandes banques) et à la baisse de 50 points de base des taux directeurs de la Réserve fédérale le 6 novembre 2002. L'optimisme des investisseurs était remonté malgré la révision à la baisse des perspectives de croissance économique. Le S&P 500 regagnait, entre le 9 octobre et le 28 novembre 2002, 20 % de sa valeur, le NASDAQ 33 %, le CAC 40 et le DJ Eurostoxx 24 %.

Cependant, ce regain d'optimisme des marchés a été de courte durée. À partir de début décembre 2002, les cours boursiers sont repartis à la baisse malgré la baisse de 50 points de base des taux directeurs de la BCE le 6 décembre. Les tensions géopolitiques croissantes à partir de la mi-janvier 2003 (voir partie sur « L'impact des tensions géopolitiques sur l'activité ») sont venues renforcer la morosité macro-économique ambiante. Les inquiétudes des investisseurs ont été amplifiées par le fait que plusieurs entreprises de référence ont reculé la date de communication de leurs perspectives de résultats. Plusieurs dirigeants ont avoué que, étant donné la conjoncture actuelle, il était déraisonnable de formuler la moindre prévision. Une prime de risque spécifique à la guerre se reflète dans l'évolution des indices de volatilité, qui se sont accrus depuis le début du mois de mars 2003, particulièrement en Europe (graphique 8).



### 8. Volatilité implicite des indices boursiers



Source : Datastream.

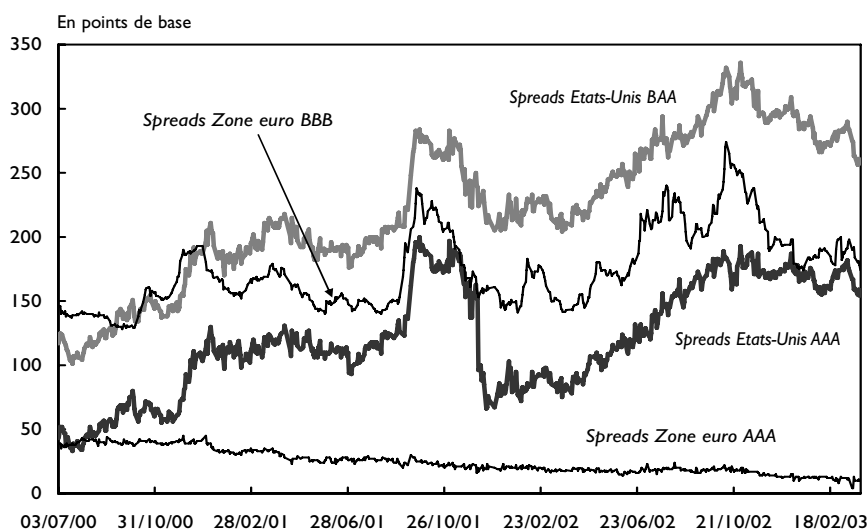
Ces différents éléments ont conduit à une chute des marchés boursiers. Le S&P 500 perdait entre début décembre 2002 et le 12 mars 2003 17 % de sa valeur, le CAC et le DJ Eurostoxx 28 % et le DAX 35 %.

Les marchés boursiers restent très perturbés par la suite des événements en Irak. Dans ces conditions, il est aujourd'hui très difficile de savoir à partir de quel moment les fondamentaux de l'économie reprendront le dessus dans l'orientation des évolutions boursières.

## Le marché obligataire salue l'effort de désendettement des entreprises

La défiance des investisseurs sur les marchés boursiers entre la mi-avril et la mi-octobre 2002 s'est reflétée sur le marché obligataire par une hausse des primes de risque (graphique 9). Cette défiance a touché l'ensemble des notations aux États-Unis (+ 90 points de base pour les entreprises cotées AAA et + 110 points pour les BAA sur la période). Dans la zone euro, l'élargissement des spreads a été conséquent mais concentré sur les entreprises à mauvaise notation (+ 130 points pour les entreprises cotées BBB). Symétriquement, la reprise des marchés boursiers de la mi-octobre à la fin novembre 2002 s'est traduite par un relâchement des primes de risque sur les

## 9. Spreads d'obligations privées contre swaps d'obligations publiques



Sources : JP Morgan, BCE, ECOWIN.

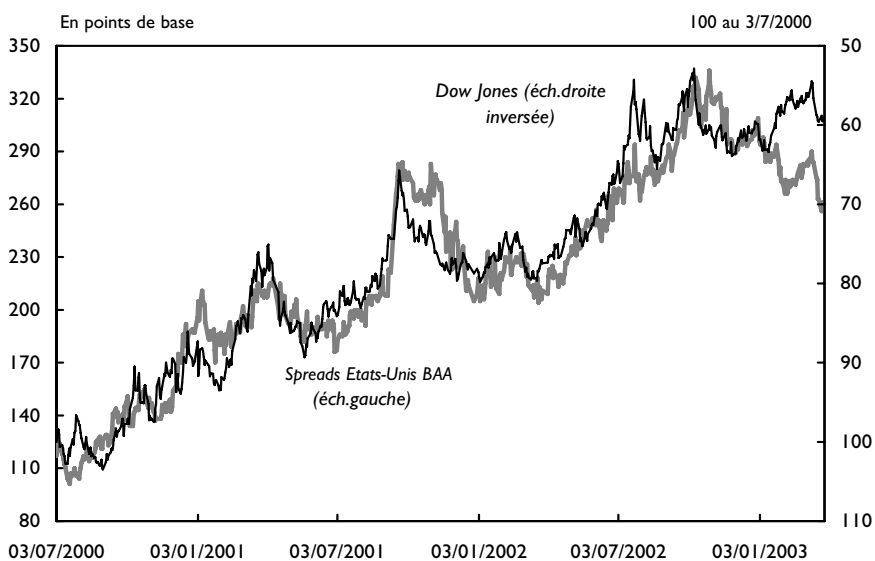
entreprises les plus mal notées, en particulier en Europe (– 70 points de base pour les BBB de la zone euro et – 40 pour les BAA des États-Unis).

La corrélation habituelle entre l'inverse des indices boursiers et le spread des obligations des entreprises à mauvaise notation n'est plus vérifiée depuis quelques mois (graphique 10). La prime de risque sur les obligations s'est réduite alors que l'indice boursier a baissé. Traditionnellement, les deux marchés évoluent en sens inverse, particulièrement lors des phases de récession et/ou de turbulences financières au cours desquelles la croissance des profits est réduite et les risques de défaut accrus.

Cette déconnexion de la relation entre primes de risque sur le marché obligataire et cours des actions est en partie due à l'effort d'allégement de la dette de certaines entreprises. La politique de désendettement des entreprises mal notées améliore la soutenabilité de leurs dettes et diminue le risque de défaut, ce qui va dans le sens d'une réduction de la prime de risque sur le marché obligataire. À l'inverse, le désendettement réduit les perspectives de profits des entreprises, ce qui pèse sur les cours boursiers.

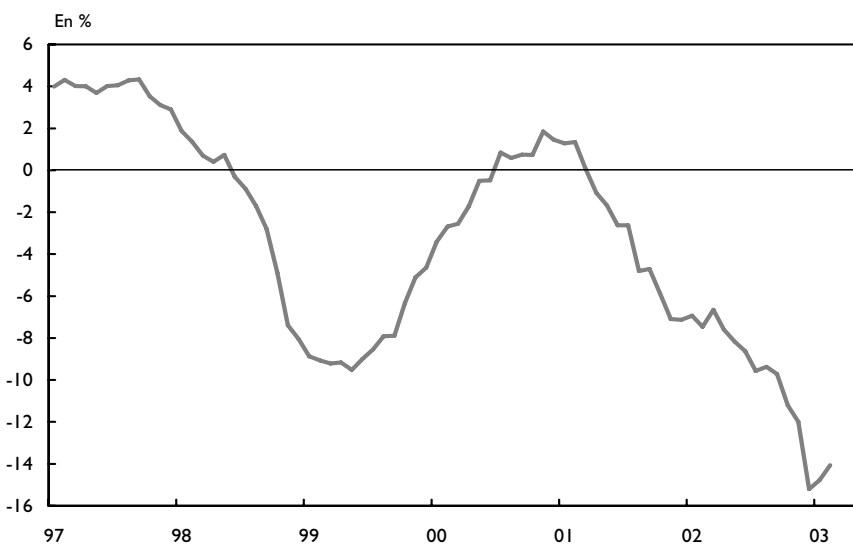
La pression des marchés sur le désendettement des sociétés est importante. La dégradation des notations des entreprises reste forte malgré le léger redressement depuis décembre 2002 (graphique 11).

**10. Prime de risque obligataire et cours boursier aux États-Unis**



Sources : JP Morgan, Datastream.

**11. Notation des entreprises \***



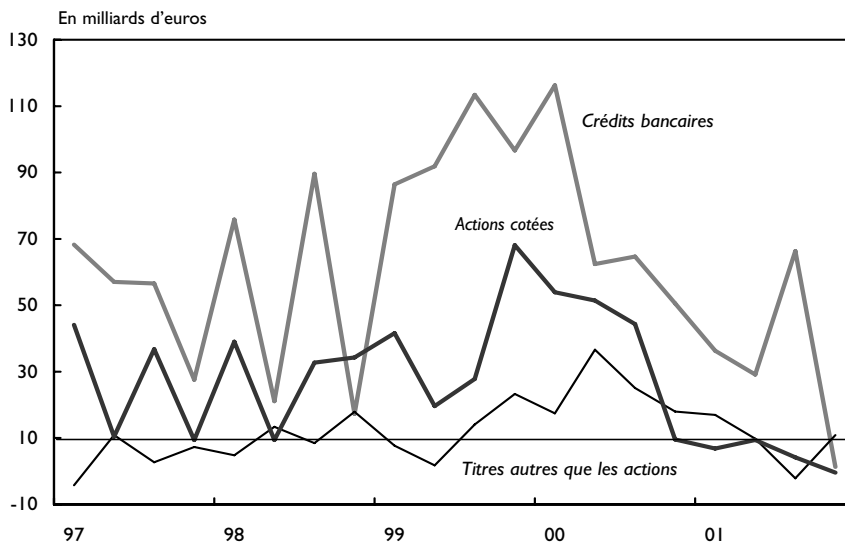
\* Pourcentage des entreprises dont la notation a été améliorée moins pourcentage des entreprises dont la notation a été dégradée.  
Source : Moody's.

## Les entreprises coupent les vannes du financement externe

Cette volonté de désendettement des entreprises, depuis fin 2000, se matérialise par un fort ralentissement du recours au financement externe autant aux États-Unis que dans la zone euro. La défiance accrue des marchés boursiers n'incite pas les entrepreneurs à se désendetter par augmentation de capital. Les émissions nettes d'actions cotées dans la zone euro n'ont cessé de diminuer depuis le troisième trimestre 2000 et ont été nulles au troisième trimestre 2002 (graphique 12). Aux États-Unis, les émissions nettes d'actions sont restées négatives à la fin 2002, même si les rachats nets d'actions ont diminué par rapport à 2000 (graphique 13).

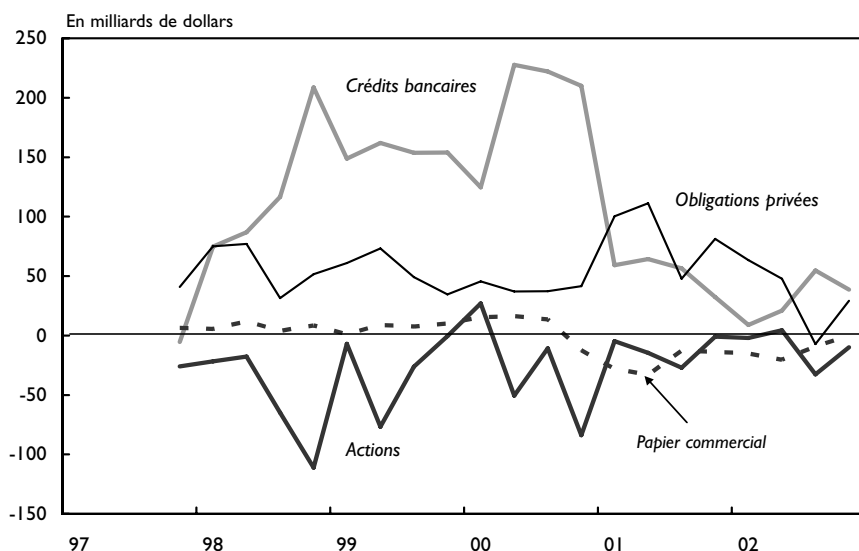
Le ratio d'endettement des entreprises (dette/capitalisation boursière) a souffert de la forte chute des marchés boursiers, mettant en péril leur solvabilité. Depuis la fin 2000, les sociétés non financières ont entrepris une politique de désendettement qui s'est traduit par une diminution de leurs engagements (crédits + obligations). Dans un contexte de baisse des flux de financement externe, on a observé aux États-Unis, en 2001 et 2002, un mouvement complexe de substitution entre les crédits nouveaux et les émissions obligataires résultant du comportement des banques et des primes de risque sur le marché obligataire.

12. Zone euro : variations nettes des engagements des sociétés non financières



Source : BCE.

13. États-Unis : variations nettes des engagements des sociétés non financières



Source : Réserve fédérale.

À la fin de l'année 2002, les entreprises ont coupé les vannes du financement externe. Les flux d'engagements sont bas malgré des conditions apparentes de financement meilleures.

## Fragile amélioration de la rentabilité des entreprises

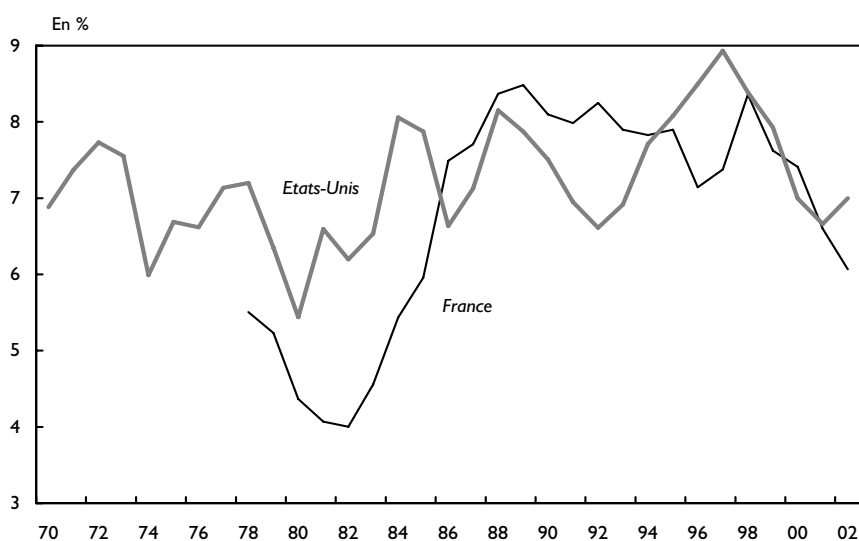
En 2002, l'effort de désendettement mis en œuvre par les entreprises a été obtenu par une forte contraction des dépenses d'investissement. Le taux d'investissement total (c'est-à-dire augmenté des variations de stocks) des sociétés non financières a ainsi chuté de plus de deux points aux États-Unis (20,3 % en 2002, contre 22,4 % en 2001), de 1,7 point en Allemagne, et de 1,5 point en France. Sur le cumul des deux années 2001-2002, la contraction des dépenses d'investissement a été d'une ampleur sans équivalent aux États-Unis depuis le début des années 1970, d'un ordre de grandeur équivalent à celui de la récession de 1992-1993 en Allemagne et en France. Ces évolutions ont entraîné un net ralentissement de la croissance des capacités productives, et ont en retour — à l'exception notable de la France — permis une stabilisation des taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie dans le courant 2002, mais à un niveau qui reste encore très en deçà des moyennes de longue période.

C'est cette correction de l'investissement qui a permis le redressement du taux d'autofinancement, dans un contexte d'amélioration fort mitigée des profits. Aux États-Unis, l'essentiel du redressement du taux de marge des entreprises a en effet été acquis dans le courant 2001. Une légère dégradation s'est engagée depuis le début de 2002, sous l'effet conjoint d'une progression soutenue des rémunérations salariales et d'un relâchement de l'ajustement de l'emploi. Dans la zone euro, l'année 2002 a été caractérisée par une accélération de l'ajustement des effectifs. Mais pour des raisons relevant à la fois de logiques et de modalités nationales spécifiques, celui-ci a été à la fois inégal d'un pays à l'autre et d'une ampleur limitée dans l'ensemble de la zone (voir partie « Emploi européen : des schémas divers pour les saisons à venir »), de sorte que l'amélioration du taux de marge a été d'une ampleur très relative dans le courant de l'année 2002, et a tout juste permis une stabilisation en moyenne annuelle.

Et encore, ces évolutions ne rendent pas compte, pour des raisons comptables, de l'impact négatif sur les profits de l'amortissement des survaleurs accumulées lors de la période d'exubérance des marchés financiers. Ces survaleurs représentaient, en 2001, 100 % des fonds propres des entreprises du CAC 40 en France, et 66 % des fonds propres des entreprises du S&P 100 aux États-Unis, et les montants de provisions en jeu peuvent être considérables, comme l'ont illustré les annonces récentes de grands groupes des TMT (France Telecom, Vivendi Universal, Deutsche Telekom).

Début 2003, les perspectives de rentabilité des entreprises sont donc loin d'avoir retrouvé des niveaux susceptibles d'enclencher une amélioration franche l'investissement, quand elles n'ont pas continué à se dégrader, comme par exemple dans le cas de la France (graphique 14). Ces évolutions continueront, toutes choses égales par ailleurs, de peser sur la dynamique d'investissement au cours des prochains trimestres, ce dont notre prévision prend acte : autant aux États-Unis que dans la zone euro, le taux d'investissement resterait quasiment inchangé d'ici la fin 2004.

14. Rentabilité économique en France et aux États-Unis\*



\* La rentabilité économique rapporte l'excédent net d'exploitation au stock de capital net des sociétés financières.  
Sources : INSEE, BEA, calculs OFCE.

## Une relative bonne tenue de la capacité de crédit des banques dans la zone euro...

Les indicateurs relatifs aux banques européennes confirment l'idée générale que le cœur de la crise actuelle de financement est à chercher dans la correction des déséquilibres des bilans des entreprises, et non dans une importante fragilisation de la situation des banques, même si cette dernière s'est dégradée avec le dégonflement de la bulle financière. Le ralentissement économique et la chute des marchés boursiers ont induit en 2001 une baisse de la profitabilité des banques (tableau 8), et les données relatives aux grandes banques montrent que ce mouvement s'est poursuivi en 2002. Trois principaux facteurs sont à l'origine de cette dégradation.

En 2001, et pour la première fois depuis 1994, l'augmentation des faillites et des créances douteuses impliquées par le ralentissement économique ont en premier lieu induit une forte progression des provisions, et ce mouvement s'est poursuivi en 2002. Mais la détérioration de la qualité des actifs constatée depuis 2001 n'est pas exceptionnelle au regard des précédentes phases de retournement, et le recours croissant des banques à des instruments de couverture limite leur exposition aux risques inhérents aux retournements conjoncturels. Cela se traduit notamment par le fait que la part du

## 8. Indicateurs de profitabilité des banques dans la zone euro

	1992	1993	1998	2000	2001
<i>En % du total des actifs</i>					
ROA*	0,31	0,19	0,28	0,46	0,42
Produits financiers nets	1,99	1,90	1,46	1,35	1,36
Produits non financiers nets	0,71	0,84	1,02	1,04	0,98
Provisions	0,46	0,57	0,31	0,24	0,33
Actions et participations à l'actif	1,47	2,42	3,41	4,40	4,45

\* Le rendement sur les actifs rapporte le bénéfice après impôts et charges exceptionnelles au total des actifs.  
Sources : OCDE, calculs OFCE.

résultat d'exploitation des banques affecté aux provisions reste encore très en deçà des niveaux du début des années 1990 (27,7 % en 2001, contre 47 % lors de la récession de 1992).

Dans le même temps, le ralentissement de la croissance des encours de crédits aux sociétés non financières et la stabilisation des marges bancaires se sont traduits à partir de la mi-2000 par une moindre progression des revenus nets d'intérêts. L'ampleur du ralentissement des revenus des banques a cependant été limitée, en raison notamment du dynamisme de l'activité de crédits aux ménages, soutenu en 2002 par les activités de crédits hypothécaires, mais aussi de la baisse des taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Enfin, les effets de la chute des marchés boursiers se sont soldés par une quasi-stagnation des produits non financiers (revenus des activités de gestion d'actif et de banque d'investissement) des banques en 2001, alors que ce poste avait connu une forte expansion à la fin des années 1990 et en 2000, en même temps que la vague de fusions-acquisitions.

Plusieurs éléments plaident néanmoins en faveur d'une bonne résistance de la capacité de crédit des banques. La détérioration de la profitabilité des banques intervient en effet après plusieurs années de forte progression, de sorte que le niveau atteint en 2001 reste encore supérieur à celui de 1998-1999, particulièrement élevé au regard de la moyenne des années 1990. Par ailleurs, le risque direct d'exposition aux risques de marché reste contenu, la part des actifs risqués (actions et participations) dans le bilan des banques étant encore faible. Enfin, les ratios de solvabilité des banques sont restés inchangés au moins jusqu'en 2001, témoignant encore de la bonne capacité des banques à surmonter et à gérer les chocs qui ont affecté leur environnement depuis deux ans. Il reste que la bonne tenue de la profitabilité des banques a aussi été permise par un report du risque de crédit vers les compagnies d'assurance et de réassurance, dont la situation finan-



cière s'est récemment fortement dégradée. En témoignent la forte chute des cours boursiers du secteur, ainsi que la dégradation de la note de grandes compagnies de réassurance (Munich Re, Swiss Re notamment). Or la diffusion du risque à des acteurs sur lesquels la politique monétaire n'a pas prise accroît le risque de crise systémique.

## ... mais de fortes divergences nationales

Ce bilan globalement positif pour l'ensemble de la zone euro masque cependant un certain nombre de divergences nationales assez marquées. Parmi les grands pays de la zone, la rentabilité des banques était ainsi encore très élevée en Espagne et en Italie en 2001, elle se situait dans la moyenne de la zone euro en France, mais était particulièrement basse en Allemagne (tableau 9).

9. Indicateurs de rentabilité des banques en Allemagne

	1992	1993	1998	2000	2001
<i>En % du total des actifs</i>					
ROA *	0,2	0,24	0,35	0,2	0,15
Produits financiers nets	1,97	1,97	1,50	1,29	1,27
Produits non financiers nets	0,62	0,61	0,83	0,72	0,70
Provisions	0,38	0,43	0,30	0,32	0,38
Actions et participations à l'actif	2,66	2,86	4,43	5,53	5,61

\* Le rendement sur les actifs rapporte le bénéfice après impôts et charges exceptionnelles au total des actifs.  
Sources : OCDE, calculs OFCE.

Le déficit de croissance accumulé par l'Allemagne depuis la fin des années 1990 par rapport à la moyenne des autres pays de la zone s'est traduit par une progression plus précoce et marquée de la part des créances douteuses détenues par les banques, ce qui a conduit les banques allemandes à augmenter leurs provisions dès 1999. En 2001, les provisions représentaient à peine moins de 64 % du résultat net des banques, contre un peu moins de 40 % en moyenne dans la zone euro. Ce mouvement s'est probablement poursuivi en 2002, qui a été marquée par une forte progression des faillites d'entreprises (+ 14,3 % selon la Bundesbank), parfois retentissantes (Kirch, Philipp Holzmann, Babcock). Or dans le même temps, l'importante imbrication banques-entreprises en Allemagne se traduit par une exposition des banques au risque direct de marchés plus importante que dans la plupart des pays de la zone euro. La part des actifs risqués (actions et participations) dans le total des actifs des banques commerciales

se montait ainsi à un peu plus de 7 % en 2001, contre moins de 4 % en France.

La forte dégradation de leur rentabilité et les pertes encourues sur les avoirs en actions placent les banques allemandes dans une situation fragile. Ce diagnostic est confirmé par une défiance plus marquée des marchés financiers : entre le début de l'année 2002 et la fin mars 2003, le cours des actions des banques a chuté de plus de 50 % pour l'Allemagne, contre un peu moins de 30 % dans la moyenne de la zone. Il incite également à s'interroger sur les causes de la stagnation du crédit aux entreprises constatée en Allemagne depuis la fin 2001. Certains indices vont dans le sens d'un accès plus difficile au marché du crédit, notamment pour les petites entreprises<sup>9</sup>, qui ne peuvent, à la différence des grandes, se reporter sur le marché obligataire. En revanche, les études empiriques disponibles écartent l'hypothèse plus radicale d'un rationnement du crédit<sup>10</sup>.

---

9. Voir sur ce point le rapport mensuel de la Bundesbank de septembre 2002, ainsi que les résultats de l'enquête menée par l'IFO auprès d'un échantillon de 1100 entreprises (IFO Schnelldienst 21-2002).

10. Voir notamment le *Sachverständigenrat*, rapport d'automne 2002.

## Emploi européen : des schémas divers pour les saisons à venir

Depuis 2000, l'ajustement de l'emploi au ralentissement de l'activité s'est réalisé à des vitesses différentes selon les pays, dégradant plus ou moins fortement les taux de marge des entreprises jusqu'à la mi-2002. Divers schémas d'ajustement de l'emploi se dessinent dans la zone euro (tableau 10).

En **Allemagne**, l'ajustement de l'emploi à la dégradation de la conjoncture a été rapide. L'emploi se contracte depuis la fin 2001. La productivité par tête s'est nettement redressée avec des gains de 1,8 % en 2002. De plus, la rémunération salariale par tête est restée sur des rythmes modérés (1,6 %) par rapport aux autres pays. En conséquence, la part des salaires a diminué de 1,2 point, rétablissant la situation opérationnelle des entreprises, ce qui limite les efforts à venir.

En **France**, les chefs d'entreprise ont tablé à tort sur une reprise en 2002 et n'ont pas encore ajusté leurs effectifs, particulièrement dans les services. Les créations d'emplois sont faibles mais restent positives. Les gains de productivité ont donc été faibles (0,4 % en 2002) et n'ont eu qu'un impact limité sur la part des salaires (1,5 point), du fait d'une décélération de l'inflation (0,8 % en 2002 contre 1,9 % en 2001). Les anticipations des chefs d'entreprise ayant maintenant été révisées, la situation du marché du travail devrait se dégrader en 2003.

En **Italie**, le faible taux de chômage dans le bassin industriel du Nord (4 %) engendre des pénuries de main-d'œuvre dans ce secteur, qui dissuadent les entrepreneurs de licencier. Avec une forte progression de l'emploi et une stagnation de la valeur ajoutée, la productivité continue de se détériorer en 2002 (-1,5 %). Les prix et les salaires évoluant à des rythmes voisins (2 % et 2,3 %), on a observé une progression de la part des salaires en 2002 (1,8 point) qui devrait se poursuivre en 2003.

Les **Pays-Bas** et l'**Espagne** ont connu une montée de l'inflation depuis début 2000. Dans un contexte de forte décre du chômage, l'inflation a engendré en 2002 une envolée des rémunérations salariales par tête (3,8 % en Espagne et 5 % aux Pays-Bas). Dans ces deux pays, la productivité s'est légèrement redressée (de 0,4 % en 2001 en Espagne et de 0,3 % en 2002 aux Pays-Bas). Ce début d'ajustement de l'emploi n'a eu qu'un impact limité sur les taux de marge. En effet, si ce dernier a progressé en Espagne c'est surtout en raison de l'accélération des prix en 2002.

### 10. Décomposition de l'évolution de la part des salaires dans la valeur ajoutée dans le secteur principalement marchand

En points

		2000	2001	2002
Allemagne	Part des salaires dans la valeur ajoutée <sup>1</sup> (1) = (4) - (3) - (2)	1,5	- 0,1	- 1,2
	Déflateur de la valeur ajoutée (2)	- 1,1	0,9	1,0
	Productivité (3)	2,1	1,0	1,8
	Rémunération salariale par tête (4)	2,4	1,8	1,6
France <sup>2</sup>	Part des salaires dans la valeur ajoutée (1) = (4) - (3) - (2)	- 0,5	1,7	1,5
	Déflateur de la valeur ajoutée (2)	0,7	1,9	0,8
	Productivité (3)	1,4	- 0,8	0,4
	Rémunération salariale par tête (4)	1,5	2,8	2,7
Italie <sup>3</sup>	Part des salaires dans la valeur ajoutée (1) = (4) - (3) - (2)	- 0,6	- 0,9	1,8
	Déflateur de la valeur ajoutée (2)	1,7	2,6	2,0
	Productivité (3)	1,6	0,6	- 1,5
	Rémunération salariale par tête (4)	2,7	2,3	2,3
Espagne	Part des salaires dans la valeur ajoutée (1) = (4) - (3) - (2)	- 0,2	- 0,5	- 0,6
	Déflateur de la valeur ajoutée (2)	3,7	4,4	4,5
	Productivité (3)	0,0	0,4	- 0,1
	Rémunération salariale par tête (4)	3,6	4,3	3,8
Pays-Bas	Part des salaires dans la valeur ajoutée (1) = (4) - (3) - (2)	- 1,2	1,0	1,6
	Déflateur de la valeur ajoutée (2)	4,2	4,7	3,1
	Productivité (3)	1,0	- 0,2	0,3
	Rémunération salariale par tête (4)	4,1	5,4	5,0

1. Pour tous les pays, la part des salaires dans la valeur ajoutée est corrigée de la salarisation.

2. Selon la nomenclature du SEC95, le secteur principalement marchand ne comprend pas les services principalement administrés. Les données indiquées ici pour la France ne sont donc pas exactement égales à celles fournies dans la partie France où est pris en compte le secteur marchand.

3. Les données du dernier trimestre 2002 n'étant pas disponibles pour l'Italie, les évolutions indiquées ici ne concernent que les trois premiers trimestres.

Sources : Instituts statistiques nationaux, calculs OFCE.

## Les différences d'ajustements de l'emploi s'expliquent par des erreurs d'anticipation de croissance en 2002...

En septembre 2001, le *Consensus Forecast* anticipait pour 2002 une reprise dans la zone euro avec une croissance de 2,4 %, supérieure à son potentiel de 2,2 % (tableau 11). Aux États-Unis, même si la prévision de croissance était assez importante (2,7 %), elle restait sous le potentiel de croissance américain et une reprise franche semblait donc exclue.

Cet optimisme pour la zone euro a été progressivement revu à la baisse au fil des mois. L'écart entre la prévision de septembre 2001 et la première estimation par la Comptabilité nationale en mars 2003 est considérable pour la zone euro (1,6 point). En revanche, les prévisions se sont avérées correctes pour les États-Unis. Les prévisions de l'écart au potentiel européen ont rejoint en septembre 2002 celles de l'écart américain (à -1,2 %), invalidant toute idée de reprise mondiale en 2002.

### 11. Évolution des prévisions de la croissance en 2002 par le *Consensus*

Croissance de 2002 estimée	Sept-01	Mars-02	Sept-02	Mars-03
Zone euro	2,4	1,2	1,0	0,8
États-Unis	2,7	2,1	2,4	2,4
Écart au potentiel en 2002 estimé	Sept-01	Mars-02	Sept-02	Mars-03
Zone euro	0,2	- 1	- 1,2	- 1,4
États-Unis	- 0,9	- 1,5	- 1,2	- 1,2

Sources : Les prévisions de croissance proviennent des publications du *Consensus Forecast*. Les estimations de mars 2003 de la croissance en 2002 proviennent des comptabilités nationales. Les estimations de croissance potentielle pour l'année 2002 proviennent de l'OCDE.

Les perspectives de reprise pour 2002 peuvent être appréciées à l'aide des enquêtes auprès des chefs d'entreprise dans l'industrie <sup>11</sup> (tableau 12). Pour la France et l'Allemagne, l'écart entre les perspectives de production et l'opinion sur la situation présente a été significativement plus fort en 2002 qu'au cours des années 1990. En revanche, les chefs d'entreprises espagnols, italiens et hollandais ont mieux anticipé la conjoncture, cet écart n'étant pas significativement plus fort que par le passé.

11. L'analyse des erreurs d'anticipation des chefs d'entreprise a été limitée à la branche industrielle. Pour les services, les enquêtes n'offrent pas un recul suffisant.

## 12. Erreurs d'anticipation des chefs d'entreprise en 2002

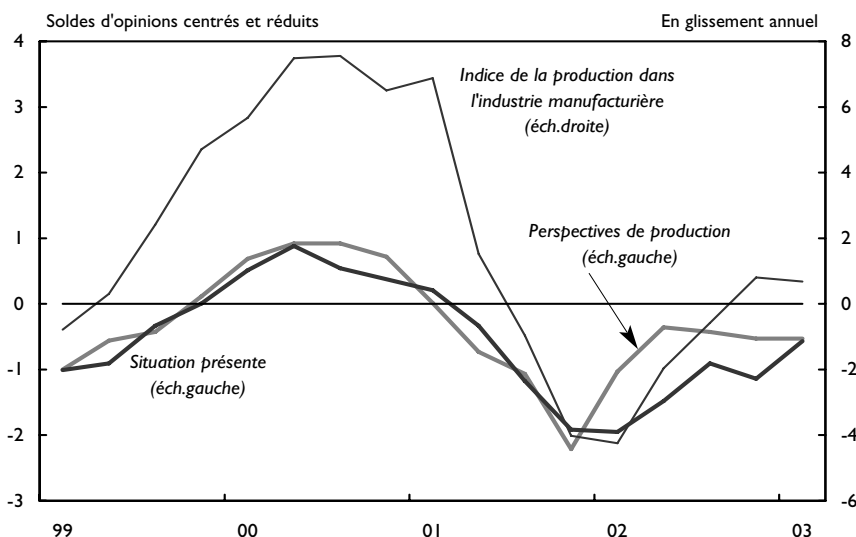
	France	Allemagne	Italie	Espagne	Pays-Bas
Écart-type entre 1992 et 2002	0,25	0,23	0,27	0,28	0,33
Écart en 2002	0,73	0,64	0,53	0,31	0,00
<b>Indicateur d'erreur en 2002</b>	<b>2,99*</b>	<b>2,85*</b>	1,94	1,12	0,01

Légende : L'indicateur d'erreur désigne le ratio de l'écart en 2002 entre perspectives de production et situation présente sur l'écart moyen (écart-type) de ces deux séries. Le symbole \* indique le rejet au seuil de 5 % de l'hypothèse d'un écart en 2002 non significativement différent de l'écart moyen entre 1992 et 2002. Cette annotation est retenue lorsque l'indicateur d'erreur est supérieur à la valeur critique 1,96.

Sources : Commission européenne, calculs OFCE.

Les graphiques 15 et 16 témoignent également d'un écart particulièrement fort en France comme en Allemagne entre la remontée des perspectives de production et la mollesse de l'opinion sur la situation présente. Ce redressement des perspectives n'est reflété que partiellement par les indices de production industrielle.

## 15. Enquêtes sur la production industrielle en Allemagne

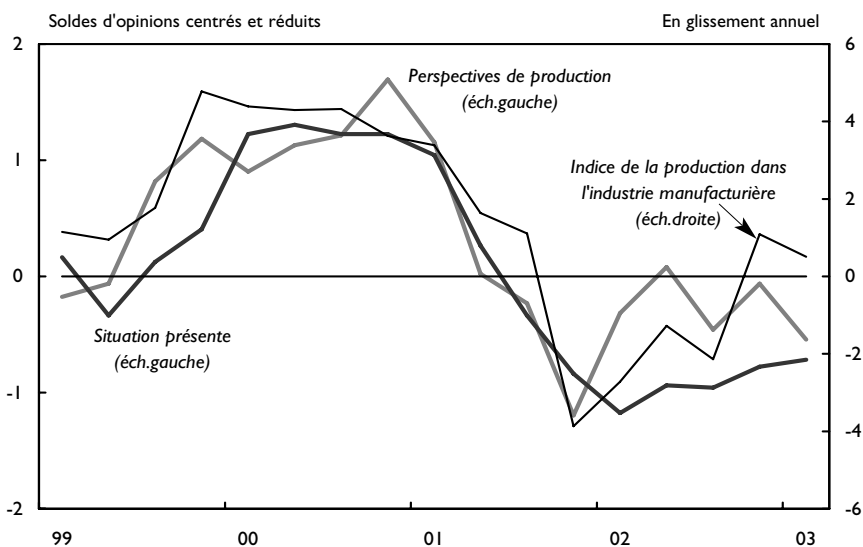


Source : Commission européenne.

En dépit d'erreurs d'anticipation équivalentes, ces graphiques révèlent également que les chefs d'entreprises allemands ont moins cru à une reprise franche en 2002 que leurs homologues français. Les perspectives de production se sont plus fortement dégradées en Allemagne qu'en France en 2001. Elles ne sont pas remontées au-dessus de leur valeur moyenne, au contraire des enquêtes pour la France, au deuxième trimestre 2002. Ainsi, en Allemagne, la reprise semblait plus

atténuée, les réductions d'effectifs ont été importantes en 2002. En revanche, les chefs d'entreprises français, anticipant une reprise, ont tardé à procéder à l'ajustement et la correction d'anticipation de fin d'année entraînerait des ajustements en 2003.

### 16. Enquêtes sur la production industrielle en France



Source : Commission européenne.

## ... mais aussi par des facteurs plus structurels

Les évolutions différentes dans les services marchands expliquent que l'ajustement de l'emploi principalement marchand ait été contrasté entre les trois grands pays de la zone euro. L'emploi industriel a évolué de façon plus homogène, se contractant dès 2001. En revanche, dans les services marchands, le *tempo* et l'ampleur de la décélération de l'emploi ont été différents selon les pays : l'Allemagne a été le premier pays à réagir dès la mi-2000, l'emploi français et surtout italien ayant ralenti plus tardivement. La contraction de l'emploi, qui a déjà eu lieu en Allemagne en 2002, devrait s'étendre à la France en 2003, tandis que l'Italie continuerait à créer des emplois.

En **Allemagne**, les destructions nettes d'emplois en 2002 ont été particulièrement sévères dans le bâtiment et dans l'industrie manufacturière. Mais surtout, et pour la première fois depuis la réunification, elles ont aussi touché les services marchands fin 2002.

Près d'un tiers du différentiel de croissance et de créations nettes d'emplois vis-à-vis de la France en 2002 s'explique par le marasme du bâtiment, qui n'en finit pas de corriger la suraccumulation de la première moitié de la décennie 1990, et pâtit également de la fragilité financière des communes. Dans l'industrie, la contraction des coûts salariaux en 2002 a permis à l'Allemagne de poursuivre la restauration de sa compétitivité au sein de la zone euro. Elle a aussi visé à compenser les efforts de contraction des marges à l'exportation consentis par les entreprises du secteur concurrentiel depuis la remontée du taux de change effectif de l'euro enclenchée au début 2001.

Dans les services marchands, l'ajustement de l'emploi au ralentissement de l'activité a été plus fort que dans les autres grands pays de la zone euro, de sorte qu'en moyenne annuelle en 2002, les gains de productivité par tête se montaient à 1,4 % en Allemagne, contre 0,3 % en France et -1,2 % en Italie. L'ampleur de l'ajustement de l'emploi en Allemagne s'explique en partie par le fait que les emplois précaires de moins de 15 heures, encore très dynamiques jusqu'à la mi-2000, notamment dans les services marchands, ont depuis lors quasiment cessé de contribuer aux créations nettes d'emplois. Ces emplois, qui sont en règle générale à durée déterminée, bénéficient des mêmes conditions de protection, sauf pour les délais de licenciement qui sont plus courts. La réforme de 1999 a renforcé l'incitation à exercer ce type d'emplois à titre principal, en les exonérant de l'impôt sur le revenu et en réduisant le taux de cotisation qu'ils supportent. Ces emplois ont donc accru la flexibilité du marché du travail allemand, expliquant en partie la vitesse de l'ajustement de l'emploi par rapport à la France notamment.

Les emplois dits d'intérêt public, destinés aux chômeurs, permettent aux entreprises de bénéficier d'une subvention salariale. Ce type d'emplois, qui n'est pas réservé au secteur non marchand, a fortement diminué depuis 1999. Même si leur recul a été moindre en 2002, il explique tout de même 1/5<sup>e</sup> des destructions nettes d'emplois en moyenne sur l'année.

Ce fort ajustement de l'emploi depuis 2000 a engendré une nette remontée de la productivité, une contraction des coûts salariaux unitaire et un rétablissement des taux de marge. Pour ces raisons, et malgré une situation financière dégradée, les entreprises allemandes ont fini l'année 2002 avec une situation opérationnelle plus favorable que celle des autres pays.

En **France**, les taux de marge se sont beaucoup dégradés jusqu'à fin 2002. Au début de l'année 2002, les chefs d'entreprise anticipaient (à tort) une reprise et n'ont donc pas ajusté l'emploi. Puis, le nouveau gouvernement a annoncé qu'il allait assouplir la loi de réduction du temps de travail et la loi de modernisation sociale. En conséquence,



avant de procéder à des réductions d'effectifs, les chefs d'entreprises ont attendu une clarification des règles du jeu du marché du travail. L'ajustement se produirait donc seulement dans la période à venir.

Pour préciser la nature de l'ajustement, il est nécessaire de tenir compte de la montée en puissance de l'emploi précaire dans les années 1990. Le recours à l'emploi précaire est différencié selon les secteurs : dans l'industrie, les entreprises recourent surtout à l'intérim (7,5 % de l'emploi industriel) ; dans les services, les entreprises recourent surtout aux contrats à durée déterminée (5 % de l'emploi dans les services). L'ajustement partiel qui a eu lieu en 2002 correspond en fait principalement à l'arrêt des missions d'intérim, provoqué très rapidement par les déceptions de la conjoncture. C'est pourquoi l'ajustement a commencé assez fortement dès 2002 dans l'industrie. En revanche, dans les services, si les entreprises ont commencé à moins renouveler les CDD, ce type d'ajustement de l'emploi prend plus de temps et devrait se produire à plein essentiellement en 2003.

Enfin, malgré de nouvelles mesures de politiques de l'emploi annoncées par le Gouvernement, le volume des emplois aidés devraient continuer à baisser selon une dynamique initiée en période de croissance forte (depuis 2000). Ainsi, la politique de l'emploi est orientée négativement en période de conjoncture dégradée, ce qui a rarement été le cas par le passé, et devrait en conséquence amplifier la contraction de l'emploi !

En **Italie**, si une anticipation erronée de reprise a également eu lieu, elle ne suffit pas à expliquer l'absence d'ajustement de l'emploi. L'emploi s'est non seulement bien tenu dans l'industrie, mais il est aussi resté dynamique en 2002 dans les services marchands. Cette bonne tenue de l'emploi en phase de ralentissement s'explique par des facteurs structurels.

Tout d'abord, la deuxième moitié des années 1980 avait été marquée par une hausse du ratio capital sur travail, l'explosion de l'inflation ayant entraîné une hausse des coûts salariaux et une diminution des taux d'intérêt réels. Depuis 1992, grâce à la politique de modération salariale mise en place, le réajustement des coûts relatifs des facteurs a permis un enrichissement de la croissance en emplois.

Ensuite, ce comportement contra-cyclique de l'emploi italien dans les différents secteurs tient aux mesures prises par le gouvernement italien depuis 1999 en matière d'emploi. Les premières mesures ont visé à stimuler les embauches permanentes dans les zones moins développées du sud de l'Italie, par le biais d'exonérations de cotisations sociales et de crédit d'impôt. La loi de finances de 2001 a modifié ce cadre, en introduisant un crédit d'impôt pour toute création d'emploi dans tout le pays jusqu'en 2003, en conservant cependant

un crédit d'impôt additionnel pour le Sud. Le gel des mesures de stimulation de l'emploi au cours de l'année 2002 par défaut de financement a cependant créé une incertitude pour les entreprises qui s'engageaient sur des créations d'emplois. De plus, la réduction des crédits d'impôt à partir de 2003 devrait limiter l'impact de ces mesures à l'avenir. Ces mesures ont entraîné un effet de substitution entre les emplois temporaires et permanents. En effet, si les premiers ont baissé de 2,2 % en 2001, les seconds ont continué de progresser (+ 2,8 % en 2001).

Par ailleurs, des facteurs spécifiques ont permis à l'emploi industriel d'être dynamique en 2002 (+ 1 %), après plusieurs années moroses, et de ralentir seulement en fin d'année. Plus de la moitié de l'emploi industriel (65 %) se situe dans le Nord, où le taux de chômage est de 4 %, contre 18 % dans le Sud. En conséquence, les tensions sur le marché du travail sont fortes, ce que confirment les enquêtes sur les obstacles à la production dus aux pénuries de main-d'œuvre, qui ont augmenté depuis la fin 2000, et sont à des niveaux élevés en 2002. C'est une des raisons de l'absence d'ajustement des rémunérations salariales et de l'emploi en 2002. En effet, les créations d'emplois dans le Nord ont été plutôt dynamiques en 2002, en dépit des destructions d'emplois dans les grandes entreprises (FIAT par exemple). De plus, si la population active continue d'augmenter plus vite au Nord qu'ailleurs, notamment dans sa composante féminine, il y a peu d'expansion possible à terme, car le taux d'activité féminin du Nord est presque aussi élevé qu'au niveau national, tous genres confondus. Les tensions sur le marché du travail resteraient donc fortes dans ce secteur, et l'absence d'ajustement de l'emploi devrait perdurer en 2003 et 2004.

Contrairement à l'Allemagne, les taux de change réels **espagnols** étant avantageux début 1999 et le pays étant en situation de rattrapage, l'Espagne a pu se permettre une inflation beaucoup plus forte que les autres pays sans problèmes de compétitivité, ce que traduit notamment l'augmentation constante des parts de marché. Cette inflation va de pair avec une forte progression de la rémunération salariale (+ 2,7 % en glissement annuel entre le début et la fin 2000). Si l'emploi a décéléré depuis la mi-2000, son ajustement au ralentissement de l'activité a cependant été limité et s'est produit principalement dans l'industrie (- 0,4 % en 2002), l'emploi dans les services restant dynamique (+ 2,4 %). Les entreprises ont peu ajusté l'emploi permanent (dont la croissance en glissement annuel fin 2002 est de 4 %), alors que l'emploi temporaire se contracte depuis la fin 2001. En conséquence, la part des emplois temporaires dans l'emploi salarié a continué de diminuer, mais elle reste élevée par rapport aux autres pays de la zone euro (31 % de l'emploi salarié en 2002). Les politiques d'allègement de charges menées depuis 1997 sur les embauches en CDI notamment, ont sans doute joué un rôle dans

cette bonne résistance de l'emploi permanent. La remontée des taux de marge est donc imputable à la hausse des prix en 2002 et à la décélération de la rémunération salariale par tête, la productivité restant faible.

## Quelles perspectives pour le taux de chômage ?

En 2002, les taux de chômage français et allemands ont augmenté (à 9 % et à 7,8 % respectivement), alors qu'en Italie il diminuait à 9 %.

En **Allemagne**, après la hausse de 0,5 point du taux de chômage en 2002, celui-ci augmenterait encore en 2003, puis diminuerait dès 2004 (à 8 %, après 8,3 % en 2003). Sa hausse serait limitée par la poursuite du recul de la population active, due en partie aux effets du vieillissement démographique. En **France**, le taux de chômage a faiblement augmenté en 2002 (+0,3). L'ajustement de l'emploi serait plus fort en 2003 provoquant une hausse de 1 point du taux de chômage. Il passerait à 10 % en fin d'année 2003. Il se stabiliserait en 2004 à 10,1 %. Comme en 2002, le taux de chômage **italien** continuerait de baisser en 2003, puis en 2004 (à 8,9 % et 8,7 % respectivement), l'ajustement de l'emploi n'ayant pas lieu (+0,6 % en 2003 et +1 % en 2004). En **Espagne**, la hausse du taux de chômage a été élevée en 2002 (+0,7). Elle a été favorisée par la hausse du taux d'activité des femmes. Le taux de chômage continuerait d'augmenter en 2003, puis se stabiliserait en 2004 (à 12,5 %), restant le plus élevé de la zone euro.

Dans la **zone euro**, la hausse du taux de chômage se poursuivrait en 2003 (8,8 %, après 8,3 % en 2002). Il serait quasiment stable en 2004 (8,9 %).

## Politiques économiques : tremblements et chuchotements

Suite au tassement de la croissance en fin d'année 2002, la tendance a été à l'assouplissement des *policy mix*. Le contraste est net entre, aux États-Unis et dans une moindre mesure au Royaume-Uni, un *policy mix* expansionniste clairement affiché et assumé, et dans la zone euro, une réorientation discrète, non assumée et temporaire. Les principales banques centrales, à l'exception évidemment de la Banque du Japon, ont baissé leurs taux directeurs selon un *tempo* et une ampleur diversifiés. La politique budgétaire a été beaucoup plus expansionniste outre-Atlantique et au Royaume-Uni que dans la zone euro<sup>12</sup>. Bien qu'entre 2000 et 2002, la croissance ait été équivalente dans la zone euro (1,1 % par an en moyenne) et aux États-Unis (1,3 %), le solde public américain est passé d'un excédent de 2,3 % du PIB en 2000 à un déficit de 2,2 % du PIB en 2002, tandis que celui de la zone euro passait de 0,9 % du PIB (hors UMTS) à 2,3 % (tableau 13).

À l'horizon 2004, d'accommodants, les *policy mix* deviendraient globalement neutres. Selon notre prévision, les politiques budgétaires européennes seraient certes moins restrictives que ne l'exigent les autorités européennes, mais ne permettraient pas de lutter contre le

13. Positions budgétaires aux États-Unis et en Europe

Croissance du PIB, en %	2001	2002	2003	2004	Moyenne 2001-2004
États-Unis	0,3	2,4	2,1	2,9	1,9
Zone euro	1,5	0,8	0,9	1,8	1,2
Royaume-Uni	2,1	1,8	1,9	2,3	2,0
Solde public, en % du PIB	2001	2002	2003	2004	Variation 2001-2004
États-Unis	0,4	- 2,2	- 4,0	- 3,3	- 3,7
Zone euro <sup>1</sup>	- 1,6	- 2,4	- 2,6	- 2,2	- 0,6
Royaume-Uni	0,9	- 1,2	- 2,1	- 2,5	- 3,4
Impulsion budgétaire, en point de PIB	2001	2002	2003	2004	Variation 2001-2004
États-Unis	0,6	2,7	1,6	- 0,7	1,1
Zone euro	0,3	0,4	- 0,4	- 0,5	- 0,1
Royaume-Uni	0,8	1,6	0,5	0,2	0,8

1. Hors UMTS.

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

12. Pour des éléments sur la politique budgétaire japonaise, voir dans ce même dossier la fiche pays « Japon : une croissance douteuse ? ».

ralentissement économique sévère de la zone euro. La politique monétaire plutôt accommodante ne serait pas d'un grand secours. Au contraire, la politique budgétaire aux États-Unis comme au Royaume-Uni continuerait de stimuler la croissance en 2003. En 2004, seule la politique budgétaire britannique resterait expansionniste, alors que la politique américaine deviendrait restrictive. On retrouve les mêmes orientations du côté de la politique monétaire, celle-ci restant inchangée au Royaume-Uni en 2004 et se resserrant graduellement aux États-Unis.

## Des politiques monétaires plus souples

### Orientation générale des conditions monétaires

Les principales banques centrales (Réserve fédérale, Banque centrale européenne — BCE — et Banque d'Angleterre) ont baissé leurs taux directeurs au cours des six derniers mois. Elles ont réagi en fonction des arbitrages différents auxquels elles étaient confrontées (inflation, ampleur du ralentissement de l'activité, niveau d'endettement et efforts de désendettement, bulle immobilière et dégonflement de la bulle boursière, orientation de la politique budgétaire). Si le *tempo* et l'ampleur sont différents, une caractéristique commune est la nature préventive de ces baisses (le cas de la BCE est moins évident et correspondrait plus à une action curative). La **Réserve fédérale** a réagi la première avec une baisse de 0,5 point de ses taux directeurs dès le 6 novembre 2002, les portant à 1,25 % pour le taux des *Federal Funds* et à 0,75 % pour le taux d'escompte). Malgré la nature déjà accommodante de la politique monétaire et le dynamisme des gains de productivité, la Réserve fédérale a jugé que la dégradation des indicateurs conjoncturels mettait la croissance en péril, expliquant le tassement de la croissance par les incertitudes géopolitiques. Bien que son discours n'ait pas changé depuis cette baisse de taux, la Réserve fédérale a préféré ensuite ne plus baisser ses taux.

La **BCE** a suivi avec une baisse de même ampleur le 5 décembre 2002, puis de nouveau le 6 mars 2003 avec une baisse de 0,25 point (qui porte à 2,5 % le taux de refinancement). Derrière cet activisme (qui contraste avec l'attentisme passé), la BCE continue de justifier sa politique en référence à ses deux piliers. La masse monétaire M3 continue de progresser vigoureusement, mais la BCE prend ses distances par rapport à cette dynamique, la justifiant par la préférence actuelle prononcée pour la liquidité et considérant que, compte tenu de la faiblesse de l'activité, elle n'est pas source d'inflation. Le second pilier (celui de l'activité) est ainsi passé au premier plan des

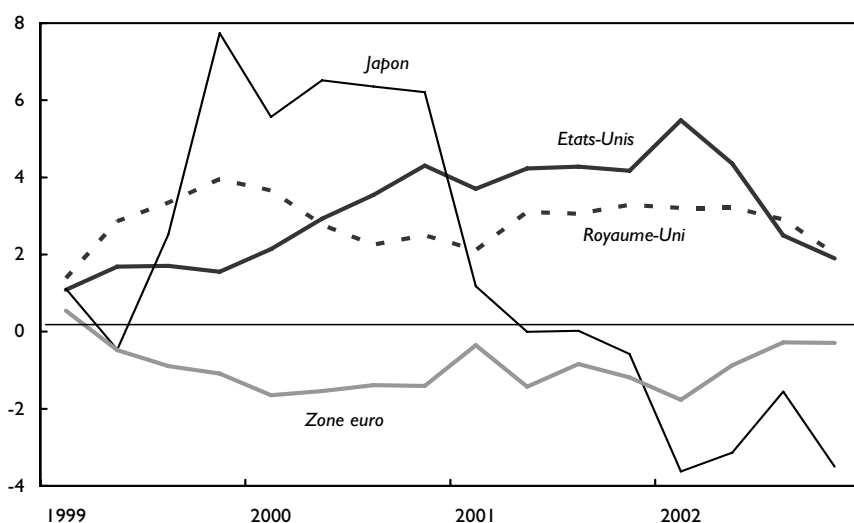
préoccupations de la BCE, selon une optique proche de celle de ses homologues américain et britannique. La politique monétaire est plus accommodante mais l'impact sur l'activité réelle de la zone dans son ensemble reste marginal du fait des diversités intra-zone (encadré 3).

La **politique monétaire britannique** a eu un rôle plutôt restrictif jusqu'à une période récente, laissant à la politique budgétaire le soin de soutenir la croissance. La Banque d'Angleterre a laissé ses taux directeurs inchangés à 4 % de novembre 2001 à début février 2003, ne suivant pas les baisses de la Réserve fédérale et de la BCE. Cette attitude explique en partie pourquoi les conditions monétaires sont plus restrictives au Royaume-Uni que dans la zone euro ou aux États-Unis, les taux d'intérêt nominaux et réels à court terme y étant plus élevés. S'y ajoute un taux de change effectif réel supérieur de 11 % à sa moyenne des vingt dernières années. La baisse surprise de 0,25 point du taux directeur le 6 février 2003 (le portant à 3,75 %) corrige quelque peu cet écart. La Banque d'Angleterre a en effet considéré que le risque d'une plus faible croissance mondiale était plus important que celui d'un dérapage inflationniste occasionné par la vigueur de la demande intérieure et des prix immobiliers.

La politique monétaire **japonaise** reste impuissante à mettre un terme à la déflation, malgré des taux d'intérêt nominaux directeurs pratiquement à zéro, l'injection massive de liquidités, le recours à des outils non conventionnels. Les taux d'intérêt réels sont positifs. Les efforts de réforme du secteur bancaire n'ont pas encore permis la liquidation de l'ensemble des mauvaises créances ni le rétablissement de la confiance des investisseurs. Le taux des obligations publiques à 10 ans atteignait 0,9 % au premier trimestre 2003, grâce aux achats importants d'obligations publiques de la Banque du Japon. Si des taux aussi bas sont plutôt un élément positif pour l'économie japonaise, ils sont aussi révélateurs d'anticipations déflationnistes bien ancrées. La Banque du Japon a aussi indirectement cherché à soutenir la Bourse (qui a atteint au premier trimestre 2003 son plus bas niveau depuis 1985) en relevant, le 25 mars 2003, de 2 à 3 trillions de yen la limite de ses achats d'actions de banques commerciales. De plus, la Banque centrale est intervenue vigoureusement pour limiter l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar.

D'une manière générale, le relâchement des politiques monétaires a permis de détendre les conditions monétaires, à l'exception de la zone euro où l'effet positif de la baisse des taux est contré par l'appréciation de l'euro (graphique 17).

17. Indicateur de conditions monétaires



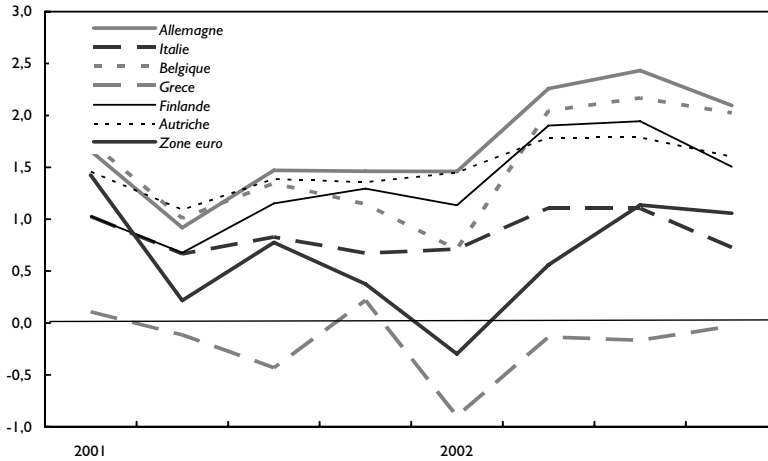
Note de lecture : ces indicateurs de conditions monétaires doivent être lus en évolution et non en niveau. Ils combinent l'écart entre le taux d'intérêt réel à la croissance potentielle et l'évolution du taux de change effectif réel par rapport à son niveau moyen.  
Sources : BEA, Réserve fédérale, BLS, OCDE, Eurostat, calculs OFCE.

**3. Le policy mix de la zone euro : divergences et convergences, affaire de court ou moyen terme ?**

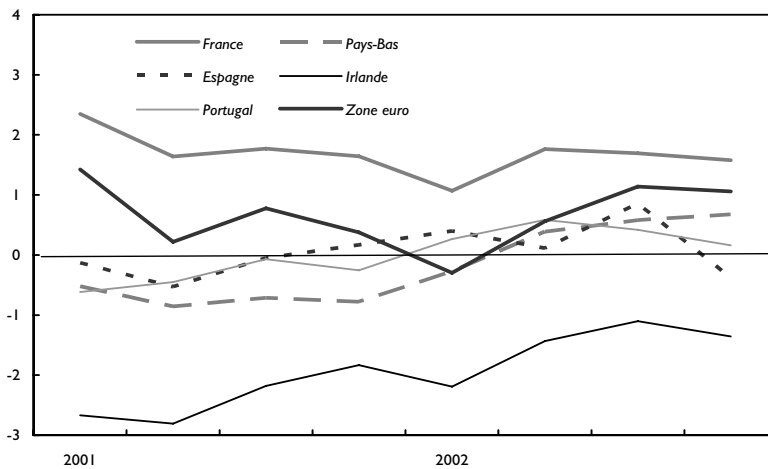
Depuis la fixation des parités pour l'Union économique monétaire (UEM) à la fin de 1996, on a assisté à une augmentation de la dispersion des taux d'inflation entre pays de la zone euro, que l'on peut interpréter notamment comme le résultat d'une convergence des niveaux des prix (effet Balassa ou ajustement des parités réelles dans l'Union monétaire). Dans ce contexte, l'objectif de stabilité de l'inflation recherché par la BCE peut impliquer pour les pays les plus avancés économiquement ou ceux entrés dans l'UEM avec un taux de change surévalué l'acceptation d'une moindre inflation pour compenser, en moyenne, la plus forte inflation des pays en rattrapage ou entrés dans l'UEM avec un taux de change sous-évalué. C'est particulièrement vrai pour l'Allemagne, qui pâtit aujourd'hui du fait que la politique de la Bundesbank a été prise pour modèle par la BCE. Avec des taux d'intérêt et des taux de change nominaux contraints, le différentiel d'inflation modifie les conditions monétaires à l'intérieur de la zone en imposant des différentiels de taux d'intérêt réels qui ne sont pas nécessairement compatibles avec la situation conjoncturelle des pays. Ceci est d'autant plus vrai qu'une partie des différentiels d'inflation provient soit de chocs ponctuels (pétrole, crises sanitaires) qui n'ont pas le même impact *ex post*, soit de chocs asymétriques (gelées, hausse de TVA, taxe écologique), face auxquels la politique monétaire commune est désarmée.

L'indicateur des conditions monétaires pour les pays de la zone euro montre que derrière une légère tension des conditions monétaires moyennes, due à l'appréciation de l'euro, se dessine une dispersion croissante des conditions à l'intérieur de la zone (graphiques 1a et 1b). Les conditions monétaires de l'Allemagne, de la Belgique et de la Finlande se détachent ainsi de celles de la zone euro agrégée.

1a. Indicateur de conditions monétaires dans les pays divergents de la moyenne



1b. Indicateurs de conditions monétaires dans les pays convergents vers la moyenne



Sources : OCDE, calculs OFCE.



Dans ce cadre, la politique budgétaire est, à côté de la politique salariale, le seul levier national de politique économique à même de corriger non seulement des déséquilibres nationaux spécifiques mais aussi ceux induits par la politique monétaire. Mais le Pacte de stabilité impose que tout activisme fiscal soit précédé par la constitution d'une marge de manœuvre budgétaire suffisante pour que le jeu des stabilisateurs automatiques n'entraîne pas le dépassement de la limite des 3 % de déficit. Or, la situation budgétaire actuelle de la plupart des pays impliquerait une restriction continue jusqu'à 2006. En effet, l'annulation du déficit structurel ou le maintien de l'excédent structurel à l'horizon 2006 (conformément aux prescriptions de la Commission européenne) impliquerait pour huit pays (à l'exception de l'Espagne, des Pays-Bas, de la Belgique et de la Finlande) une impulsion budgétaire négative tous les ans. Pour l'ensemble de la zone euro, la restriction budgétaire correspondante serait de 0,5 point de PIB par an (tableau colonne b).

Mais dans le contexte de l'Union monétaire, les objectifs de croissance économique et de consolidation des comptes publics sont d'autant plus difficiles à atteindre que l'inflation est faible. En effet, un différentiel positif entre le taux d'intérêt réel et le taux de croissance du PIB (tableau colonne a) détériore les finances publiques, directement par l'augmentation de la dette et indirectement par le ralentissement de la croissance. Si la convergence des prix est un processus de moyen terme, il est en contradiction avec les objectifs de convergence immédiate de la politique budgétaire dans le cadre du Pacte de stabilité. Parce que les différentiels d'inflation peuvent engendrer pour les pays à plus faible inflation des difficultés dans la gestion de leurs finances publiques, il ne semble pas opportun de les pénaliser par des mesures de restriction budgétaire, d'autant plus s'il s'agit de pays dont la dette est sous contrôle. Si, au contraire, un objectif de politique budgétaire plus souple était visé (tel que la stabilisation de la dette en point de PIB) des marges seraient dégagées pour une politique discrétionnaire dans la plupart des pays. En Allemagne, en France et au Portugal, la restriction annuelle requise serait réduite de la moitié. Dans l'ensemble de la zone euro se libéreraient des marges de manœuvre pour une expansion budgétaire de 0,2 point de PIB par an (tableau colonne c). L'effet du différentiel d'inflation sur les marges de manœuvre budgétaires des différents pays est évident. Si la stabilisation de la dette avait lieu dans un contexte de convergence des prix à l'horizon 2006, la restriction requise pour les pays à faible inflation serait inférieure (Allemagne) ou l'impulsion positive supérieure (Belgique, Autriche). Par contre, les pays à forte inflation pourraient se permettre des impulsions budgétaires moins positives (Italie, Espagne, Grèce) voire restrictives (Pays-Bas, Irlande, Portugal ; tableau colonne d).

Dans notre prévision, le *policy mix* resterait plutôt défavorable à la croissance. La politique budgétaire garderait une orientation faiblement restrictive, avec une impulsion négative de 0,4 et 0,5 point de PIB respectivement en 2003 et 2004. Elle serait accompagnée d'une politique monétaire plutôt accommodante, le taux d'intérêt à trois mois se trouvant, en moyenne sur 2003 et 2004, en dessous de celui d'équilibre suggéré par la règle de Taylor (graphique 2).

Différentes mesures de rigueur budgétaire

	Différentiel entre taux d'intérêt réel à court terme et taux de croissance du PIB 2000-2004 (a)	Impulsion budgétaire annuelle moyenne requise pour :		
		Annulation du déficit structurel ou maintien de l'excédent en 2006 (b)	Stabilisation du ratio dette/PIB de 2002 à 2006 sous l'hypothèse du maintien du différentiel d'inflation * (c)	Stabilisation du ratio dette/PIB de 2002 à 2006 sous l'hypothèse de convergence des prix ** (d)
Allemagne	0,8	- 0,8	- 0,3	- 0,2
France	- 0,3	- 0,7	- 0,4	- 0,4
Italie	- 0,4	- 0,3	0,6	0,5
Espagne	- 2,3	0,1	0,7	0,5
Pays-Bas	- 0,9	0,0	0,1	- 0,1
Belgique	0,1	0,5	1,2	1,3
Autriche	0,1	- 0,4	0,5	0,6
Finlande	- 1,5	1,1	2,2	2,2
Portugal	- 0,9	- 1,0	- 0,5	- 0,7
Grèce	- 3,0	- 0,2	2,4	1,9
Irlande	- 7,0	- 0,3	0,0	- 0,2
<b>Zone euro</b>	- 0,4	- 0,5	0,2	0,2

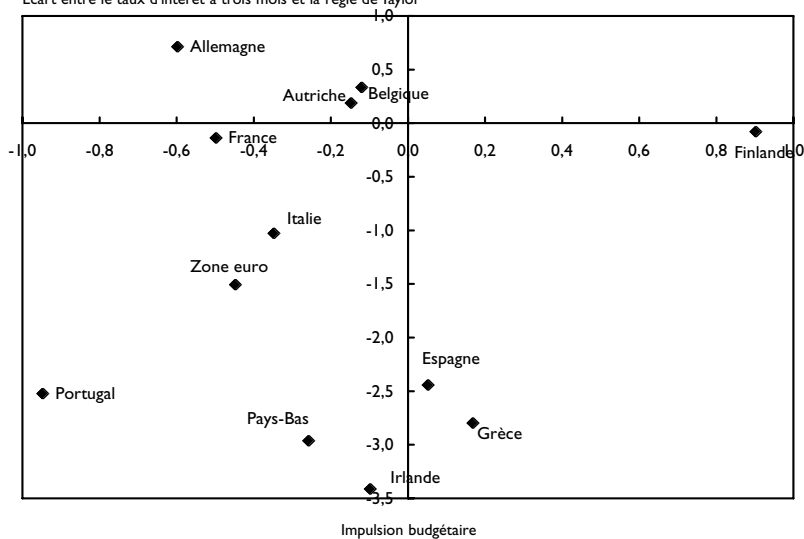
\* Les hypothèses de croissance et d'inflation sont celles de la prévision jusqu'en 2004, ensuite le différentiel de croissance et d'inflation par rapport à l'Allemagne est maintenu.

\*\* L'hypothèse du maintien du différentiel de croissance du PIB en présence d'une convergence des prix est irréaliste, mais est un élément nécessaire pour la simulation.

Sources : Commission européenne, calculs OFCE.

2. Indicateurs de rigueur monétaire et budgétaire

Écart entre le taux d'intérêt à trois mois et la règle de Taylor



Le graphique se lit de la façon suivante : le quadrant en haut à gauche indique une situation de double rigueur monétaire (le taux d'intérêt est supérieur aux prédictions d'une règle de Taylor) et budgétaire (l'impulsion est négative) ; le quadrant en bas à droite indique une situation de double détente monétaire et budgétaire ; le quadrant en bas à gauche indique une rigueur budgétaire, accompagnée par une détente monétaire ; le quadrant en haut à droite indique une politique monétaire plus restrictive que l'optimale et une politique budgétaire expansive.

Sources : OCDE, Eurostat, calculs et prévisions OFCE.

## Politique monétaire et règle de Taylor

Depuis l'article de Taylor (1993)<sup>13</sup>, il est devenu fréquent d'apprécier les orientations de politique monétaire à l'aide d'une règle, dite de Taylor, représentative de la fixation des taux directeurs en fonction de l'inflation et de l'écart de production. Taylor avait proposé la règle suivante pour les États-Unis :

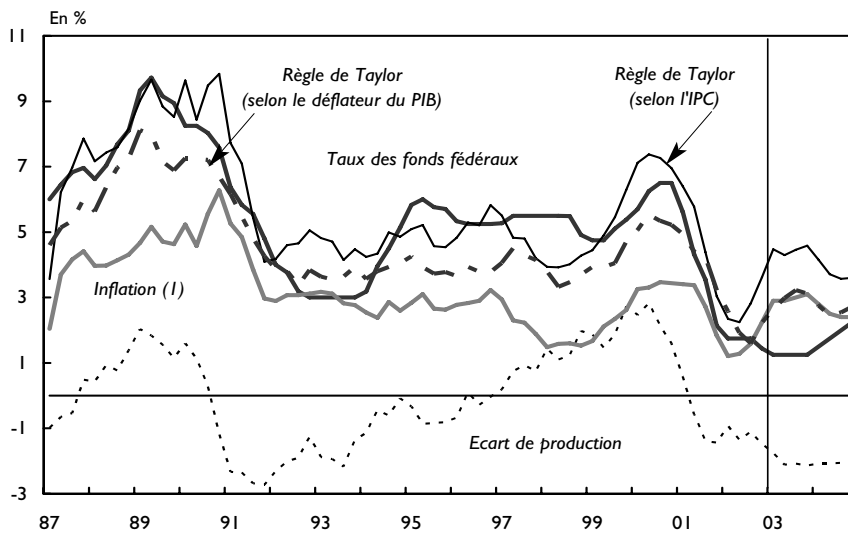
$$(1) \quad i = 2 + \dot{p} + 0,5(\dot{p} - 2) + 0,5gap$$

avec  $i$  : taux des *Federal Funds* ;  $\dot{p}$  : taux d'inflation, en glissement sur un an ;  $(\dot{p} - 2)$  : écart de l'inflation à la cible de la banque centrale, évaluée à 2 % ;  $gap = 100*(Y - Y^*)/Y^*$  avec  $Y$  : PIB en volume, et  $Y^*$  : PIB potentiel ; une constante de 2, représentant le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période (que Taylor considère voisin du taux de croissance potentiel de l'économie). Cette règle est devenue une référence majeure pour juger du caractère de la politique monétaire aux États-Unis comme en Europe. Elle est en pratique fréquemment amendée, que ce soit au niveau des mesures retenues pour l'inflation (indice des prix à la consommation, inflation sous-jacente, inflation anticipée), de celles de l'écart de production (de la prise en compte éventuelle du taux d'utilisation des capacités de production) ou encore du niveau des taux d'intérêt réels de longue période.

Dans le cas des États-Unis, et ce depuis la fin des années 1980, la politique monétaire est relativement bien retracée par cette règle (graphique 18). De 1987 à 2000, l'indice des prix à la consommation (IPC) semble plus pertinent que le déflateur du PIB pour rendre compte de l'inflation. C'est le contraire depuis 2001, la règle fondée sur le déflateur du PIB étant plus proche de l'évolution réelle des taux. L'écart de production retenu ici correspond à l'écart entre le niveau actuel du PIB et son niveau potentiel tel qu'estimé par l'OCDE. Comme toutes les mesures de l'écart de production, celle-ci est discutable. La politique monétaire apparaît moins expansionniste dans la période récente si l'on retient le déflateur du PIB et non l'indice des prix à la consommation. Au quatrième trimestre 2002, la hausse du déflateur du PIB était de 1,3 % seulement en glissement sur un an alors que celle des prix à la consommation était de 2,2 %. Les taux directeurs « neutres » auraient été respectivement de 3,6 % et 2,2 %, alors qu'ils étaient en réalité d'à peine 1,5 %. La baisse des taux du 6 novembre 2002 renforce le caractère expansionniste de la politique monétaire, alors que les prix à la consommation accélèrent (3 % sur un an en février 2003) et que l'écart de production reste stable.

13. John B. Taylor, 1993, « Discretion Versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39.

## 18. Règle de Taylor aux États-Unis



(1) Mesurée avec l'IPC, glissement sur un an.

Sources : BLS, Réserve fédérale, OCDE, calculs et prévisions OFCE.

La règle de Taylor retrace également relativement bien la politique monétaire de la BCE. On peut retenir l'hypothèse que la BCE a une cible d'inflation de 1,5 %, puisque la BCE a défini la stabilité des prix comme une inflation inférieure 2 % (selon l'indice des prix à la consommation harmonisé). On retient un taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période de 2 %, proche des estimations de croissance potentielle de la zone (estimée à 2,2 % par l'OCDE). On retient donc la règle (2) :

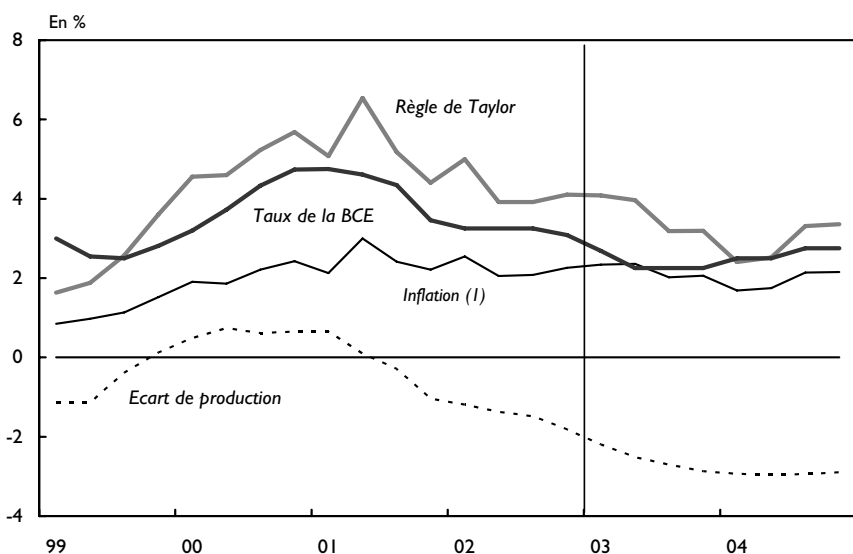
$$(2) \quad i = 2 + \dot{p} + 0,5(\dot{p} - 1,5) + 0,5gap$$

Selon cette règle, la BCE a mené au début de son existence une politique monétaire restrictive (graphique 19). La politique monétaire est devenue neutre à l'été 1999 et est expansionniste depuis. Les baisses de taux récentes ont renforcé ce caractère accommodant.

Au Royaume-Uni, une règle de Taylor peut aussi être calculée, basée sur la cible d'inflation officielle (fixée à 2,5 % pour l'inflation mesurée par l'indice RPIX des prix de détail hors intérêts hypothécaires). On retient aussi un taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période de 2 %, proche des estimations de croissance potentielle du pays (estimée par l'OCDE à environ 2,5 % en 2002). On retient donc la règle (3) :

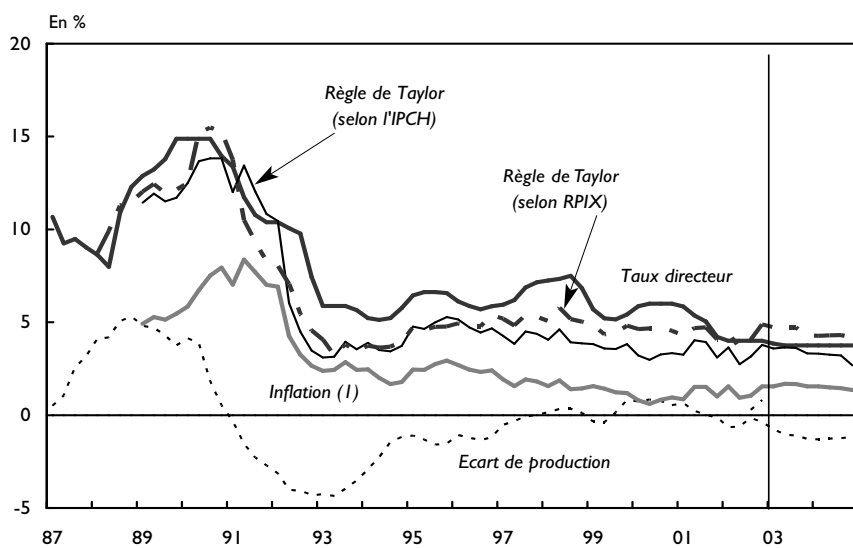
$$(3) \quad i = 2 + \dot{p} + 0,5(\dot{p} - 1,5) + 0,5gap$$

### 19. Règle de Taylor dans la zone euro



(I) Mesurée avec l'IPC, glissement sur un an.  
Sources : BCE, Eurostat, OCDE, calculs et prévisions OFCE.

### 20. Règle de Taylor au Royaume-Uni



(I) Mesurée avec l'IPC, glissement sur un an.  
Sources : Banque d'Angleterre, ONS, OCDE, calculs et prévisions OFCE.

Le graphique 20 présente la règle précédemment définie ainsi que celle obtenue avec une cible d'inflation de 1,5 %, basée sur l'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (inférieure en moyenne d'un point à celle mesurée selon l'indice RPIX depuis plusieurs années). D'après cette règle, la Banque d'Angleterre a mené une politique monétaire restrictive depuis son indépendance et l'adoption d'une cible d'inflation en 1998. La politique est devenue pratiquement neutre en 2001 et 2002. L'écart de production, qui s'est moins creusé que celui de la zone euro ou des États-Unis, explique cette apparente neutralité de la politique monétaire, malgré un taux d'intérêt à 4 %.

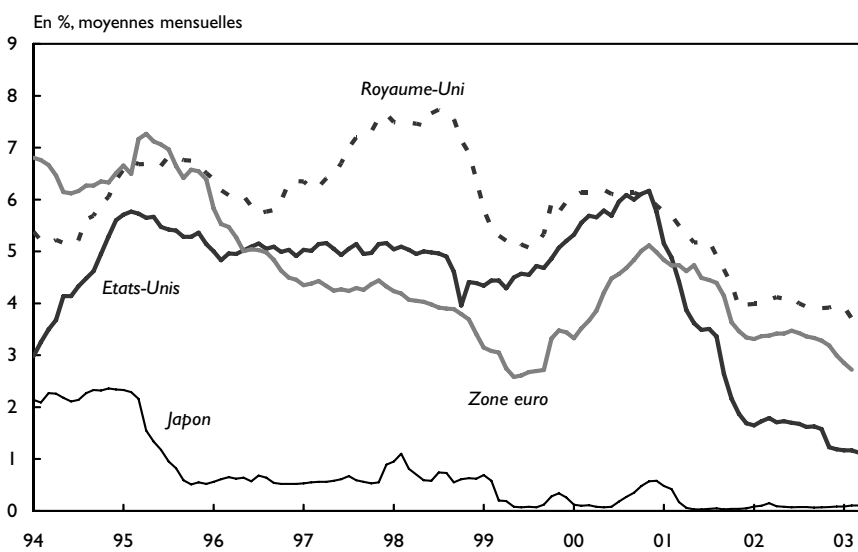
## Une efficacité de la politique monétaire toujours limitée

Une partie des canaux de transmission de la politique monétaire est toujours gelée (prix des actions, anticipations, crédits aux entreprises) mais celle qui transite par le niveau des taux d'intérêt continue d'apporter son soutien, aux États-Unis comme dans la zone euro. Les baisses de taux directeurs se sont en effet répercutées sur l'ensemble des maturités (graphiques 21 et 22) et sur les taux hypothécaires. Les marchés ont d'autant mieux réagi que ces baisses sont intervenues après une année d'attentisme. La détente des taux longs s'explique aussi par le report des investisseurs vers les actifs sans risque (qu'illustre par exemple la corrélation entre la baisse de la Bourse et celle des taux longs publics américains). Cette baisse des taux réduit le service de la dette et stimule les renégociations de prêts et donc l'immobilier dans un certain nombre de pays. Les ménages conservent un accès privilégié au crédit (en particulier aux États-Unis), et l'activité de prêts aux ménages a soutenu la rentabilité des banques.

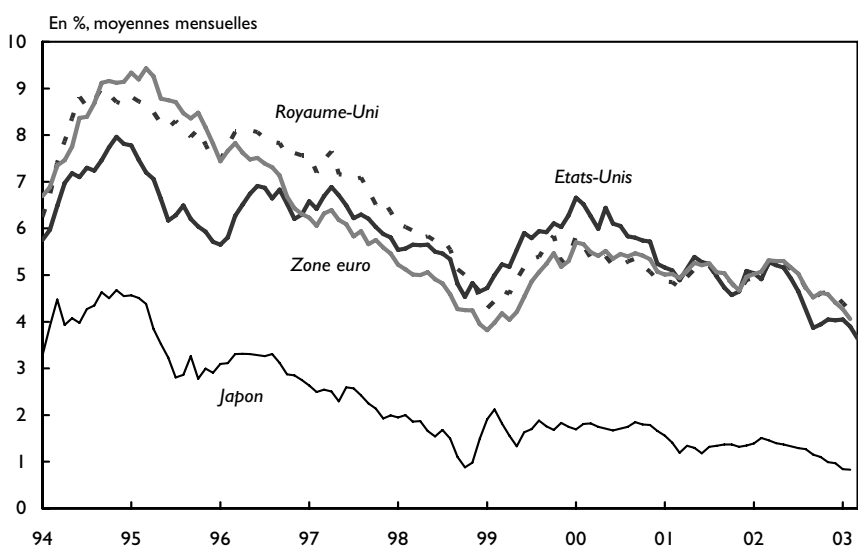
Les conditions monétaires sont certes expansionnistes, mais les conditions financières ne le sont guère, en particulier du fait de la baisse continue de la Bourse qui affecte le patrimoine de l'ensemble des agents. Les entreprises, américaines comme européennes, sont toujours confrontées à des difficultés de financement, même si le report sur les marchés obligataires, moins risqués, apporte potentiellement des liquidités aux entreprises. Mais les perspectives de croissance et l'effort de désendettement ne justifient pas un usage de ces liquidités. Le décalage entre offre et demande est similaire (mais symétrique) du côté des emprunts bancaires : il y a peu de demande alors que les banques sont moins nombreuses à tendre leurs conditions de prêt (au moins aux États-Unis).

Le Japon est un cas d'école extrême pour l'analyse des canaux de transmission de la politique monétaire. Le débat récent sur l'oppo-

### 21. Taux d'intérêt nominaux à 3 mois



### 22. Taux d'intérêt nominaux publics à 10 ans



tunité de l'adoption d'une cible d'inflation révèle l'émergence d'un consensus sur le besoin d'une politique monétaire plus agressive, rompant avec le discours de façade sur la lutte contre la déflation. Une cible d'inflation (s'élevant par exemple à 4 % par an pendant 15 ans) serait à même de sortir le Japon de la déflation en permettant aux taux d'intérêt réels de devenir négatifs. La principale difficulté d'une telle politique réside dans sa crédibilité : la Banque du Japon devrait s'engager à créer de l'inflation sans intervenir pour la stopper. De plus, l'impact d'une telle politique sur l'économie reste hypothétique. Les autorités japonaises craignent que l'inflation ne contribue à l'augmentation de la charge de la dette publique par la hausse des taux nominaux, et que cette hausse des taux ne dégrade encore plus le bilan des banques. Un autre moyen pour sortir de la déflation serait de forcer la dépréciation du yen. Il est néanmoins acquis que les autorités japonaises poursuivront la voie des réformes structurelles déjà engagées. Ces dernières restent en effet indispensables dans le secteur bancaire afin non seulement d'apurer les créances douteuses mais aussi de restaurer la confiance des agents économiques.

Tirant les leçons de l'expérience japonaise et consciente que la marge de manœuvre qui la sépare du niveau zéro des taux directeurs est réduite, la Réserve fédérale a adopté depuis novembre 2002 un discours rassurant. Elle a expliqué qu'elle n'hésiterait pas à recourir à des outils non conventionnels de politique monétaire pour prévenir toute situation déflationniste <sup>14</sup>. La Banque d'Angleterre lui a emboîté le pas début 2003 <sup>15</sup>. La BCE ne manifeste pas les mêmes préoccupations, contrainte par ses objectifs et la diversité des situations nationales. La crédibilité naissante de la BCE est encore bien fragile.

## Des réactions différentes à attendre en 2003 et 2004

La Réserve fédérale a préféré, lors du comité du 18 mars 2003, ne pas se prononcer sur l'équilibre des risques en évoquant le manque de visibilité dû aux incertitudes géopolitiques quant aux perspectives de croissance et d'inflation. Ce manque de visibilité justifierait le maintien des taux directeurs à leur niveau actuel d'ici la fin 2003. La politique monétaire américaine resterait ainsi expansionniste le temps que la croissance prenne son élan, débarassée du poids des incertitudes géopolitiques. La politique monétaire américaine ne commencerait à se resserrer que début 2004, et ce de manière progressive : le taux des *Federal Funds* augmenterait d'un point sur l'ensemble de l'année. Selon la règle de Taylor, cela correspondrait à

14. Ben S. Bernanke, 2002, remarques devant le *National Economists Club*, « Deflation : making sure « it » doesn't happen here », Washington, D.C., 21 novembre.

15. Tony Yates, 2003, « Monetary Policy and the Zero Bound to Nominal Interest Rates », *Quarterly bulletin*, Banque d'Angleterre, vol. 43 n° 1, printemps.



une politique neutre en 2004, la croissance retrouvant fin 2004 un rythme proche de son potentiel (estimé à 3 %) avec une inflation modérée à 2,5 %.

Selon notre prévision, la BCE baisserait une nouvelle fois ses taux (de 0,25 point) dans le courant du deuxième trimestre 2003. Cette baisse contraste certes avec l'attentisme américain, mais ne rend pas la politique monétaire européenne particulièrement agressive. L'appréciation de l'euro contribue au contrôle de l'inflation et pourrait inciter la BCE à être plus agressive. Les taux resteraient inférieurs à ceux d'une règle de Taylor jusqu'à la fin 2003, tenant compte d'un écart de production toujours négatif et d'une inflation légèrement en deçà de 2 %. Le resserrement s'amorcerait comme aux États-Unis début 2004 mais se limiterait à + 0,5 point sur l'ensemble de l'année (ce qui porterait le taux directeur à 2,75 % fin 2004).

La politique monétaire britannique maintiendrait ses taux inchangés sur l'ensemble de la période. Le principal facteur de risque interne reste la bulle immobilière. Mais à la différence de la situation de la fin des années 1980, les risques d'un durcissement monétaire sont limités compte tenu de la faiblesse de la croissance mondiale et de l'inflation. Le retour du prix du pétrole autour de 25 dollars le baril ramènerait l'inflation vers la cible de 2,5 % à l'horizon de la fin 2003. Le ralentissement de l'inflation et la poursuite de la décélération des prix de l'immobilier permettraient à la Banque d'Angleterre de laisser ses taux d'intérêt inchangés. Elle les maintiendrait encore à leur niveau actuel en 2004 afin d'accompagner, de manière neutre, la reprise de la croissance en 2004.

La politique monétaire japonaise resterait elle aussi sur un *statu quo* en termes de taux directeurs.

La levée des incertitudes déclencherait la remontée des taux longs publics à partir de la mi-2003, motivée par le creusement des déficits budgétaires. Comme pour les taux courts, le profil serait plus haussier pour les États-Unis que pour la zone euro. L'écart de taux se renverserait donc au profit des États-Unis à partir du début 2004. La hausse des taux longs britanniques serait intermédiaire. Les taux longs seraient encore bas en 2004 (en moyenne) : les taux longs européens retrouveraient leur niveau de 2002 (soit juste en deçà de 5 %), les taux longs américains seraient 0,5 point au-dessus (soit un peu supérieurs à 5 %). Les taux longs japonais ne dépasseraient pas 1 % (soit 0,2 point en-dessous du niveau de 2002), malgré la pression exercée par le niveau élevé de la dette publique japonaise.

## Des politiques budgétaires soumises à des objectifs différents

Malgré la contrainte du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), le déficit des administrations publiques a dépassé le seuil de 3 % du PIB en Allemagne et en France en 2002. L'Italie s'en est très nettement rapproché (déficit public de 2,9 %). De façon générale, les orientations des programmes pluriannuels de finances publiques pour la période 2002-2005, présentées début 2002, n'ont pas été respectées.

La Commission européenne oblige les gouvernements, via les programmes de stabilité, à présenter des orientations budgétaires rigoureuses. Mais la crédibilité de ces annonces est remise en cause par les dépassements constatés par le passé. La dernière version des programmes prévoit des mesures de redressement budgétaire dans les pays les plus déficitaires, visant une réduction des déficits structurels dès 2003. Les ajustements reposent essentiellement sur le contrôle des dépenses publiques. Les risques de non respect des engagements ne sont pas à négliger, certaines composantes des dépenses publiques étant difficiles à maîtriser, alors que les postes plus manoeuvrables sont déjà très contraints. Néanmoins, le dépassement du seuil de 3 % de déficit peut avoir pour conséquence un net durcissement de la politique budgétaire, comme le montre l'exemple du Portugal en 2002.

Les États-Unis et le Royaume-Uni ne sont pas soumis aux mêmes contraintes, ce qui permet à ces pays d'utiliser à plein l'outil de la politique budgétaire. Au-delà de politiques toutes deux contracycliques, les objectifs et les moyens ne sont pas tout à fait les mêmes. L'administration Bush vise à stimuler la croissance essentiellement par des réductions d'impôts. Le gouvernement britannique souhaite respecter ses engagements de remise à niveau du service public.

### Une détérioration sensible des comptes publics en 2002

#### *États-Unis et Royaume-Uni : des politiques budgétaires actives*

Aux **États-Unis**, la discipline budgétaire, qui avait marqué la fin des années 1990 et permis (en plus de l'exceptionnelle conjoncture) l'apparition d'excédents budgétaires quatre années durant (1997-2001), semble abandonnée après les assauts de trois plans de relance budgétaire (*Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act* –EGTRRA– de juin 2001, *Job Creation and Worker Assistance Act* de mars 2002, *Growth and Jobs Plan* de février 2003), le dernier en date n'étant pas encore voté dans sa forme définitive. Combinés au ralentissement de

l'économie, à la baisse des recettes (en partie du fait d'importantes moins-values impliquées par les évolutions boursières) et à l'augmentation des dépenses militaires et de sécurité intérieure, ces plans ont contribué à la forte dégradation du solde des administrations publiques, qui est passé de + 0,4 % du PIB en 2001 à - 2,2 % en 2002.

Le **Royaume-Uni** est passé d'un excédent public (0,9 % du PIB) en 2001 à un déficit de 1,2 % du PIB en 2002. Cette dégradation est en partie due à la situation conjoncturelle, mais la politique budgétaire a aussi été délibérément expansionniste, avec une impulsion 1,6 point de PIB. La consommation publique a augmenté de 3,8 % en volume, tandis que l'investissement public progressait de plus de 10 % en volume. Le gouvernement a pour objectif de mettre fin au sous-investissement public qui fait du Royaume-Uni le pays de l'Union européenne où l'investissement public est le plus faible en pourcentage du PIB (1,2 % en 2001, contre 2,6 dans la zone euro, et 2,8 aux États-Unis)<sup>16</sup>. Le gouvernement s'est engagé dans des programmes de remise à niveau des systèmes de santé, d'éducation et d'infrastructures qui se traduisent par une progression rapide des dépenses publiques.

### *Zone euro : zone rouge*

Pour la seconde année consécutive, le déficit des administrations publiques de la zone euro a sensiblement augmenté en 2002. Il est passé de 0,9 % du PIB (hors UMTS) en 2000 à 1,6 % en 2001 puis à 2,3 % en 2002 (tableau 14). Hormis le Portugal, la Grèce et l'Espagne, tous les pays ont connu une dégradation de leur solde public en 2002. Le dépassement des déficits prévus dans les programmes de stabilité de 2001 (qui prévoyaient une réduction de 0,2 point de PIB des déficits structurels primaires) s'explique en partie par la conjoncture, qui a fortement pesé sur les recettes, notamment d'impôt sur le revenu et plus particulièrement celles provenant de la taxation des revenus de capital. Mais l'augmentation des déficits est également due au dépassement des objectifs de dépenses publiques, notamment en France, et aux effets plus forts que prévus des réformes fiscales, comme en Allemagne. Le déficit public moyen des quatre pays les plus déficitaires (Allemagne, France, Italie et Portugal), qui représentent plus de 70 % du PIB de la zone, a été de 3,3 % du PIB en 2002. À l'inverse, les huit autres pays de la zone ont eu, en moyenne, des comptes publics équilibrés.

16. Voir Catherine Mathieu, « Politique économique : la clé anglaise », *Lettre de l'OFCE*, n° 233, mars 2003.

## 14. Politiques budgétaires dans la zone euro

Croissance du PIB, en %	2001	2002	2003	2004	Moyenne 2002-2004
Allemagne	0,7	0,2	0,6	1,7	0,8
France	1,8	1,2	0,8	1,6	1,2
Italie	1,8	0,4	0,8	1,6	0,9
Espagne	2,7	2,0	1,6	2,5	2,0
Pays-Bas	1,3	0,3	0,1	1,1	0,5
Belgique	0,8	0,7	1,4	1,7	1,3
Autriche	0,2	0,9	1,0	1,7	1,2
Finlande	0,6	1,6	2,3	3,3	2,4
Grèce	4,1	3,5	3,5	3,8	3,6
Portugal	1,6	0,5	- 1,4	1,6	0,2
Irlande	5,7	4,3	3,9	4,4	4,2
<b>Zone euro</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>
Soldes publics hors UMTS, en % du PIB	2001	2002	2003	2004	Variation 2001-2004
Allemagne	- 2,8	- 3,6	- 3,6	- 3,0	- 0,3
France	- 1,6	- 3,2	- 3,7	- 3,5	- 1,9
Italie	- 2,6	- 2,9	- 2,7	- 2,4	0,2
Espagne	- 0,1	- 0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,2
Pays-Bas	0,1	- 1,1	- 1,4	- 1,0	- 1,1
Belgique	0,2	0,0	- 0,2	0,3	0,1
Autriche	0,3	- 0,6	- 0,7	- 0,5	- 0,8
Finlande	5,1	4,7	2,7	2,4	- 2,7
Grèce	- 1,9	- 1,2	- 1,1	- 0,6	1,3
Portugal	- 4,2	- 2,7	- 3,0	- 2,5	1,7
Irlande	1,1	- 0,3	- 0,6	- 1,2	- 2,3
<b>Zone euro</b>	<b>- 1,6</b>	<b>- 2,4</b>	<b>- 2,6</b>	<b>- 2,2</b>	<b>- 0,6</b>
Impulsions <sup>1</sup> , en point de PIB	2001	2002	2003	2004	Moyenne 2001-2004
Allemagne	1,0	0,4	- 0,6	- 0,6	0,1
France	- 0,3	1,1	- 0,2	- 0,7	0,0
Italie	0,3	0,5	- 0,4	- 0,3	0,0
Espagne	- 0,5	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,3
Pays-Bas	- 0,6	0,4	- 0,5	- 0,9	- 0,4
Belgique	0,3	- 0,1	0,3	- 0,4	0,0
Autriche	- 2,3	0,2	- 0,5	- 0,5	- 0,8
Finlande	1,1	- 0,4	1,5	0,3	0,6
Grèce	0,4	0,1	0,0	- 0,2	0,1
Portugal	0,9	- 2,2	- 1,8	- 1,1	- 1,0
Irlande	2,8	1,3	- 0,3	0,4	1,0
<b>Zone euro</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>- 0,4</b>	<b>- 0,5</b>	<b>- 0,1</b>

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

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

La France et l'Allemagne ont dépassé 3 % de déficit en 2002. Le Conseil des ministres des finances de l'Union européenne a adopté le 21 janvier 2003 une recommandation pour déficit excessif à l'égard de l'Allemagne, et la Commission devrait proposer une telle recommandation à l'égard de la France dans les prochains mois. Si, comme nous l'évaluons, le déficit public italien s'est rapproché très fortement de 3 % en 2002, une procédure d'alerte serait aussi prochainement votée concernant l'Italie.

Les orientations budgétaires ont été différentes selon les pays. L'Irlande et la France ont eu des politiques budgétaires franchement expansionnistes. L'impulsion positive de la zone euro est d'ailleurs essentiellement imputable à l'orientation budgétaire française. À l'opposé, le Portugal a réduit son déficit structurel primaire de 2 points de PIB. Les autres pays ont mené des politiques globalement neutres.

Le **Portugal**, qui a connu un déficit de 4,2 % du PIB en 2001, est parvenu à passer sous le seuil de 3 % au prix d'une politique très restrictive (augmentations d'impôts, gel des dépenses d'investissements publics...) et de mesures exceptionnelles telles que l'amnistie fiscale. Cette impulsion budgétaire très négative (de plus de 2 points de PIB) a fortement pesé sur la croissance économique au second semestre 2002. À l'inverse, le déficit de la **France** (1,6 % du PIB en 2001) a dépassé 3 % du PIB en 2002, essentiellement du fait du dynamisme des dépenses et d'importantes baisses d'impôts. Hors impulsion budgétaire, l'économie française aurait eu une croissance presque nulle en 2002. Le déficit budgétaire de l'**Allemagne**, tout juste inférieur à 3 % en 2001, a largement dépassé ce seuil en 2002. Bien que la politique budgétaire allemande soit restée légèrement expansionniste, la croissance économique allemande a été très faible (0,5 %), hypothéquant les ressources budgétaires. L'**Italie** a annoncé un déficit de 2,3 % du PIB en 2002, en baisse de 0,3 point. Cette prévision prenait en compte 0,6 point de PIB de recettes liées à la vente d'immeubles publics par titrisation. Comme nous estimons qu'Eurostat refusera comme conformes ces recettes, nous évaluons le déficit public italien à 2,9 % du PIB en 2002 <sup>17</sup>.

L'**Irlande** et la **Grèce** sont les deux seuls pays de la zone à avoir bénéficié d'une conjoncture favorable. Pourtant, le solde des administrations publiques irlandaises s'est réduit de 1,4 point de PIB du fait d'une politique fortement expansionniste. Mais grâce à la position excédentaire initiale, le déficit est resté très modéré (0,3 % du PIB en 2002). En **Grèce**, la forte diminution des charges d'intérêts, conjuguée à l'effet de la conjoncture, a permis de réduire le déficit des administrations publiques.

13. En comptabilité nationale, ce type de mesure est normalement considéré comme une diminution d'actif et ne modifie pas la capacité de financement des administrations publiques, mais seulement la dette publique. Une astuce comptable permet cependant, sous certaines conditions, de comptabiliser de telles opérations comme des cessions d'actifs non financiers non produits (cession de bail), ce qui diminue le déficit des administrations publiques.

Les **Pays-Bas** ont connu l'une des croissances les plus faibles de la zone euro en 2002 (0,3 % de croissance), ce qui a contribué à la dégradation du solde des administrations publiques, la politique budgétaire ayant été globalement neutre. La détérioration des comptes publics a été identique à la situation allemande (-1,2 point de PIB), mais les administrations publiques néerlandaises partaient d'une situation légèrement excédentaire en 2001.

Malgré un certain ralentissement économique en 2002, l'**Espagne** a connu une croissance très supérieure à la moyenne européenne (2,2 %). La neutralité budgétaire a permis la stabilisation du déficit espagnol à 0,1 % du PIB. La **Belgique** a également mis en œuvre une politique budgétaire neutre, qui a permis aux administrations publiques belges de rester à l'équilibre en 2002.

En **Finlande**, le fort excédent public s'est réduit du fait du net ralentissement économique en 2001 et 2002. La Finlande est le seul pays où les administrations publiques ont eu un solde excédentaire en 2002, essentiellement en raison des excédents des administrations de Sécurité sociale.

### 2003-2004 : divergences transatlantiques

Les gouvernements de l'Union européenne annoncent des politiques budgétaires strictes en 2003 et 2004, alors que la politique budgétaire des États-Unis resterait très expansionniste au moins en 2003. Dans l'ensemble, les déficits publics continueraient d'augmenter en 2003, en partie à cause d'une conjoncture dégradée, mais retrouveraient le chemin de la baisse en 2004.

#### *États-Unis : un budget dans la guerre*

Le choix a été fait dans cette prévision de ne retenir dans les mesures proposées par le Président Bush en février 2003 que celles relatives aux augmentations de dépenses et à l'accélération des réductions d'impôts inscrites dans l'EGTRRA. Ces baisses d'impôts correspondraient à environ 25 milliards de dollars en 2003 et 80 milliards en 2004 (soit respectivement 0,2 et 0,7 point de PIB). Quant au coût de la guerre, on a retenu le chiffre de 80 milliards de dollars. Selon ces hypothèses, le déficit des administrations publiques se creuserait d'environ 200 milliards de dollars pour atteindre environ 430 milliards de dollars en 2003 (soit 4 % du PIB). Il n'y a qu'en 1983 que le déficit avait atteint un niveau supérieur (en moyenne durant les années 1980, il a été de 3 %). La dégradation est donc conséquente. Elle équivaut à une impulsion budgétaire de 1,6 point de PIB. Cette dégradation ne perdurerait néanmoins pas, puisque le déficit reviendrait à environ 375 milliards de dollars en 2004 (soit 3,3 % du PIB), les dépenses directement liées à la guerre en Irak ne le grevant

plus. L'impulsion budgétaire serait négative à hauteur de 0,7 point, renouant avec un degré de restriction similaire à celui des années 1993-1998. Mais à cette époque l'impact de la conjoncture sur les finances publiques avait été positif alors qu'en 2004 il serait nul, la croissance renouant avec son rythme potentiel.

#### *Royaume-Uni: maintien du cap*

Au Royaume-Uni, la politique budgétaire resterait modérément expansionniste en 2003 et 2004 (impulsion de, respectivement, 0,5 et 0,2 point de PIB), soutenue par les dépenses publiques et malgré la hausse de 1 point du taux de cotisations sociales salariés et employeurs en avril 2003. Pour financer le coût de la guerre en Irak, le gouvernement a prévu sur l'exercice budgétaire 2002-2003 une réserve de 3 milliards de livres, soit 0,3 % du PIB. Le déficit public approcherait 2,5 % du PIB en 2004.

#### *Vers un durcissement budgétaire dans la zone euro*

En 2003 et 2004, la politique budgétaire de la zone euro prendrait une orientation restrictive malgré une croissance très faible en 2003 (0,9 %) puis en légère augmentation en 2004 (1,8 %). L'impulsion budgétaire de la zone euro serait de - 0,3 point de PIB en 2003 puis de - 0,4 point de PIB en 2004. Parmi les quatre pays dont les déficits publics dépassaient déjà 2,5 % du PIB en 2002, l'Allemagne et le Portugal annoncent les politiques de redressement les plus fortes avec notamment des augmentations d'impôts. Les politiques budgétaires de chaque pays sont présentées dans le détail dans l'encadré 4.

L'**Allemagne** met en œuvre des mesures de redressement à partir de 2003. Compte tenu du contexte politique allemand et des difficultés conjoncturelles, la politique budgétaire serait cependant moins restrictive que ce qui est annoncé. La restriction budgétaire serait de 0,6 point de PIB en 2003 et 2004, contre 1 point par an annoncé initialement par le gouvernement. Le scénario qui se profile en Allemagne consiste en la mise en œuvre de mesures structurelles fortes concernant le marché du travail et la Sécurité sociale, mesures jugées essentielles par les instances européennes. Cela rendrait plus acceptable par la Commission l'absence de redressement significatif des comptes publics, le déficit public allemand rejoignant tout juste 3 % du PIB en 2004.

En **France**, la politique budgétaire serait modérément restrictive en 2003, mais davantage en 2004, la France prévoyant de réduire assez fortement son déficit structurel en 2004. Le déficit public resterait néanmoins au dessus du seuil des 3 % en 2003 et en 2004. Compte tenu de la conjoncture difficile, la seule façon de réduire sensiblement le déficit en 2004 serait d'augmenter fortement les impôts. Cette

hypothèse n'a pas été retenue dans notre scénario. Selon une stratégie proche de la stratégie allemande, le gouvernement français privilégierait les réformes structurelles : réforme des retraites au premier semestre 2003 et réforme du système de santé à la fin de l'année, un pari à haut risque sur le plan politique.

En 2003 et 2004, l'**Italie** réduirait son déficit structurel primaire de 0,7 point au total, supposant de très fortes recettes liées à l'amnistie fiscale. La croissance des dépenses seraient strictement sous contrôle. Cette politique budgétaire restrictive, cumulée à une baisse de 0,3 point de PIB des charges d'intérêts, permettrait de réduire le déficit public italien de 0,5 point de PIB en deux ans, malgré la faible croissance. On est cependant loin de l'objectif affiché d'un déficit de 0,6 point de PIB en 2004 par le programme de stabilité présenté à la Commission en début d'année.

Au **Portugal**, la politique budgétaire très restrictive permettrait une légère diminution du déficit (de 0,2 point de PIB) malgré une conjoncture très dégradée. De même, malgré une croissance faible, les **Pays-Bas** et l'**Autriche** parviendraient à réduire leurs déficits publics de 0,1 point de PIB en deux ans du fait d'une politique restrictive de 0,7 point de PIB en moyenne aux Pays-Bas et de 0,5 point de PIB en Autriche. Les Pays-Bas bénéficieraient également de la baisse des charges d'intérêts.

En Grèce, en Belgique, en Espagne et en Irlande, les politiques budgétaires seraient globalement neutres en 2003 et 2004. En **Grèce**, la baisse des charges d'intérêts (- 0,5 point de PIB en deux ans) permettrait de réduire les déficits (de 0,6 point de PIB), dans une conjoncture qui resterait relativement dynamique, stimulée par les forts investissements en prévision des jeux olympiques de 2004 et partiellement financés par les subventions européennes. En **Belgique**, la forte diminution des charges d'intérêts (- 0,8 point de PIB) ferait plus que compenser l'effet négatif de la conjoncture, ce qui permettra aux administrations publiques belges de retrouver un excédent de 0,3 point de PIB en 2004. En **Espagne**, la détérioration du solde conjoncturel serait partiellement compensée par la faible diminution des charges d'intérêts et le déficit des administrations publiques n'augmenterait que de 0,2 point de PIB en deux ans. En **Irlande**, l'augmentation du déficit de 0,9 point de PIB serait essentiellement liée au ralentissement économique : l'économie irlandaise resterait la plus dynamique de l'Union européenne (plus de 4 % de croissance), mais le taux de croissance serait très inférieur au rythme des années 1990 (plus de 7 % par an).

En **Finlande**, enfin, le fort excédent budgétaire se réduirait sensiblement (de 2,3 points de PIB en deux ans), sous le coup d'une



politique budgétaire nettement expansionniste et malgré une reprise économique marquée.

## La politique budgétaire en débat

En 2003, les États-Unis connaîtraient un déficit sans précédent depuis 10 ans, de l'ordre 4 % du PIB. L'augmentation du déficit imputable à l'intervention militaire est ponctuelle et n'a pas suscité de contestations. Il reste que dès la campagne présidentielle en 1999, George W. Bush avait annoncé de très fortes baisses d'impôts qui pouvaient paraître inadaptées à un moment où l'économie américaine était encore très dynamique. Mais dans le contexte du ralentissement économique à partir de 2000, l'orientation progressivement expansionniste de la politique budgétaire américaine a constitué un soutien opportun. Cependant, le contenu de cette politique reste contesté, même dans les rangs des Républicains, puisqu'il donne plus récemment la priorité à des baisses d'impôts jugées injustes et peu efficaces sur le plan conjoncturel, telles que la suppression de la double taxation des dividendes. De plus, alors que le pays est en guerre contre l'Irak, dont le coût est incertain, les 726 milliards sur 10 ans de baisses d'impôts paraissent d'autant moins opportuns. S'y ajoutent des perspectives de croissance soutenue des dépenses sociales, liées au vieillissement de la population. Alors que la Chambre des représentants avait déjà avalisé le plan proposé par la Maison Blanche, le Sénat a réduit de moitié l'enveloppe le 26 mars dernier. Il faut désormais attendre la réconciliation de ces deux projets. Outre les interrogations sur l'effet positif de ces mesures sur la conjoncture économique<sup>18</sup>, les craintes concernent un risque d'augmentation des taux d'intérêt longs et d'une éviction de l'investissement privé.

Bien que les pays de la zone euro mènent des politiques de redressement des comptes publics en 2003, les trois principaux pays de la zone sont critiqués pour leurs déficits excessifs. La réaction des partenaires européens face à la persistance de déficits supérieurs à 3 % du PIB en France et en Allemagne (trois années de suite dans les deux pays) reste incertaine. Sur le plan économique, il paraît absurde d'exiger que l'Allemagne ou la France réduisent rapidement et drastiquement leurs déficits, compte tenu du contexte conjoncturel. Cependant, la crédibilité du Pacte suppose son application, d'autant qu'aucun pays ne propose de remettre en cause explicitement le traité lui-même. Le débat porte sur les modalités de l'application. Les propositions concernent la « jurisprudence » européenne<sup>19</sup>. La prise en

18. Voir par exemple l'étude récente du CBO, « An Analysis of the President's Budgetary Proposals for Fiscal Year 2004 », mars 2003.

19. Le terme est de Pedro Solbès dans un entretien aux échos le 20 mars 2003.

compte du ratio de dette publique<sup>20</sup> et de la position dans le cycle dans les commentaires de la Commission européenne montrent une évolution.

L'appréciation des finances publiques de la zone euro pourrait également se rapprocher de la pratique britannique, dont la politique budgétaire a pour objectif l'équilibre, hors fluctuations cycliques, des dépenses publiques hors investissement net (« règle d'or »), ce qui évite de réduire l'investissement pour diminuer le déficit, comme c'est bien souvent le cas. Le gouvernement britannique a également pour objectif d'éviter une augmentation du rapport dette sur PIB. Le Pacte de stabilité et de croissance est rigide dans la mesure où il stipule que les déficits doivent rester inférieurs à 3 %. Il reste que les recommandations — et le cas échéant les sanctions — sont seulement proposées par la Commission, mais effectivement votées par le Conseil des ministres. Il s'agit donc *in fine* d'une décision politique. Les partenaires européens de la France et de l'Allemagne pourraient donc, sans remettre en cause le pacte régissant les relations intra-européennes, refuser de sanctionner deux gouvernements qui, dans une situation conjoncturelle difficile, refusent de mener des politiques restrictives qui seraient préjudiciables à l'ensemble des pays de la zone<sup>21</sup>.

#### 4. Détails des politiques budgétaires mises en œuvre dans la zone euro

En Allemagne, le programme de stabilité de décembre 2002 affiche une réduction de 1 point de PIB du déficit des administrations publiques pour 2003, obtenue intégralement par une impulsion négative. Il table sur une réduction de 0,5 point de PIB de la part des dépenses primaires dans le PIB, ainsi que sur une progression de 0,5 point de la part des recettes fiscales. Nous prévoyons une stabilisation du déficit public : l'écart de presque un point entre la prévision du programme pluriannuel (-2,8 % du PIB) et notre prévision (-3,6 % du PIB) s'explique pour moitié par une hypothèse de croissance beaucoup plus faible (0,6 % contre 1,5 % prévu par le gouvernement), et pour moitié par un contrôle moins strict que prévu des finances publiques.

20. Le critère de dette publique, qui doit être inférieure à 60 % du PIB, était un des critères de convergence vers la monnaie unique contenus dans le traité de Maastricht. En revanche, le traité d'Amsterdam, qui constitue la base de la coordination des politiques budgétaires à l'intérieur de la zone euro, ne reprend que le critère de déficit (qui doit être inférieur à 3 % du PIB). Ce critère de déficit est complété par la nécessité de se trouver proche de l'équilibre ou en excédent à moyen terme. Cet objectif laisse la place à des interprétations diverses. La prise en compte du niveau de dette publique peut faire partie de la jurisprudence, dans la mesure où le service de la dette pèse sur la capacité de financement des administrations publiques.

21. Sur ce débat, on pourra lire C. Mathieu et H. Sterdyniak, « Réformer le pacte de stabilité : l'état du débat », *Revue de l'OFCE*, n° 84, janvier 2003, ainsi que O. Chagny, G. Dupont et P. Monperrus-Veroni, « Politiques budgétaires en Europe : l'heure de vérité », *Lettre de l'OFCE*, n° 234, 14 mars 2003.

À l'automne 2002, peu après la réélection de Schröder à la chancellerie, le gouvernement a annoncé des mesures de consolidation budgétaire telles que la suppression de certains avantages fiscaux et le durcissement des conditions d'octroi des allocations chômage. Ces dispositions complétaient des mesures prévues antérieurement, telles que l'augmentation des cotisations sociales (+ 0,7 point) et de plusieurs taxes indirectes, la hausse temporaire du taux d'impôt sur les bénéfices des sociétés (de 25 à 26,5 %) et le report d'un an de la baisse prévue de l'impôt sur le revenu\*. Par ailleurs, les administrations locales s'étaient engagées à limiter la hausse de leurs dépenses à 1 % du PIB par an.

Début 2003, une certaine réorientation du discours a été constatée. Le gouvernement allemand fait face à une situation conjoncturelle fort difficile et il doit composer avec l'opposition chrétienne démocrate, majoritaire au Bundesrat, et qui s'oppose à une partie des hausses d'impôts prévues. L'orientation très restrictive adoptée par le gouvernement est très critiquée, y compris au sein de la coalition SPD-Verts. Le débat plus fondamental sur les raisons de l'atonie de l'économie allemande et sur les moyens d'y remédier a poussé le gouvernement à mettre en place des comités de réflexion sur une réforme structurelle de la Sécurité sociale. Et mi-mars, le chancelier Schröder a annoncé un plan de relance du secteur du bâtiment de 15 milliards, dont l'objectif est essentiellement de relancer l'investissement en infrastructures des communes. La moitié de ce plan prendra la forme de prêts bonifiés pour le secteur privé, et ne grèvera pas les comptes publics ; l'autre moitié est en faveur des communes.

Dans un pays qui croît de 2001 à 2003 à un rythme de 0,6 % par an, inférieur à ses partenaires européens, focaliser le débat économique sur des enjeux budgétaires paraît hors de propos. On ne peut donc que se réjouir de ce relatif changement de cap.

En France, le gouvernement refuse pour le moment d'engager des mesures fortes de redressement des comptes publics, mis à part un gel de dépenses de 4 milliards d'euros qui pourrait être finalement annulé. La politique budgétaire sera légèrement restrictive car les dépenses devraient croître à un rythme modéré (+ 1,7 % en volume). La baisse nette d'impôts de 3,2 milliards (0,2 point de PIB) prévue dans le budget 2003 n'est pas remise en cause. Les mesures consistent essentiellement en la diminution de la taxe professionnelle, des cotisations patronales et de l'impôt sur le revenu (y compris la prime pour l'emploi, impôt négatif), et en l'augmentation des taxes sur le tabac. Mais l'augmentation des cotisations à l'assurance chômage, en grande difficulté financière, compense ces baisses (3,0 milliards). Conséquence de cette politique budgétaire, le déficit public français atteindrait 3,7 % du PIB en 2003.

Le gouvernement a annoncé une politique budgétaire plus restrictive à partir de 2004. Les dépenses ralentiraient sensiblement (+ 1,1 % de croissance en volume). Les baisses de prélèvements promises seraient suspendues. Cela permettrait tout juste d'interrompre la hausse du déficit public, qui reviendrait à 3,5 % du PIB, malgré une croissance encore très ralentie. Compte tenu de la croissance très vive des dépenses de santé dans les années récentes, on ne peut écarter l'hypothèse d'une augmentation de la CSG en 2004. Mais ce scénario n'a pas été retenu : le gouvernement semble privilégier la mise en place de mesures structurelles de contrôle des dépenses de santé.

\* Ces deux mesures sont destinées à financer le fond pour les inondations.

En Italie, la loi de Finances 2003 devait apporter une rectification à l'évolution spontanée du solde de 1 point de PIB. De moindres dépenses pour 0,6 point, résultant d'économies sur les dépenses maladie et les consommations intermédiaires, financeraient les 0,5 point d'engagement du Pacte pour l'Italie de juillet 2002, qui comprend la baisse permanente des recettes (0,4 point de PIB) de la première phase de la réforme de l'IRPP et des engagements de dépenses structurelles pour la hausse de l'assurance chômage (0,1 point de PIB). Le gouvernement ne pourra compter que partiellement sur les recettes supplémentaires prévues pour 0,9 point de PIB, résultant des titrisations pour 0,3 point et de l'amnistie fiscale pour 0,6 point. Les autres leviers du gouvernement sont les recettes de l'impôt sur les entreprises, dont le taux a déjà augmenté dans le collectif budgétaire de juillet 2002, et le contrôle sur les dépenses des communautés locales, contraintes par le Pacte de Stabilité Interne. L'amélioration du solde structurel serait encore inférieure à celle requise par la Commission et l'impulsion budgétaire négative de 0,4 point, contrairement au 0,7 point prévu par le gouvernement. Le gouvernement italien prend l'engagement peu coûteux de rééquilibrer les comptes publics en 2006, par une impulsion budgétaire faiblement négative en 2004 (0,3 point) et positive après. Le solde des administrations publiques ne s'améliorerait que marginalement (-2,7 % en 2003 et -2,4 % en 2004), bien loin de l'objectif de -0,6 % en 2004 du Programme de stabilité.

En Espagne, la politique budgétaire de 2003 et 2004 sera marquée par la réforme de l'impôt sur le revenu (baisse de 0,4 point de PIB en 2003) et le dynamisme de l'investissement public. Depuis 2003, le contrôle des finances publiques est renforcé par la loi générale de stabilité budgétaire, qui oblige les différents niveaux des administrations publiques à être en équilibre. Dans le cas contraire, les collectivités concernées doivent prévoir un programme sur trois ans permettant de retrouver l'équilibre. Cette loi s'accompagne d'un transfert de compétences et de recettes fiscales aux collectivités.

Le Portugal poursuit son ajustement budgétaire en 2003 et 2004. Comme l'Espagne, le Portugal a adopté un Pacte de stabilité et de croissance national qui limite la capacité d'endettement des différents niveaux d'administrations publiques et prévoit des sanctions en cas de dépassement. Par ailleurs, le gouvernement portugais a annoncé des réductions de dépenses, notamment par la baisse du nombre de fonctionnaires et la modération salariale, ainsi que des privatisations.

Aux Pays-Bas, le nouveau gouvernement (alliant les Chrétiens démocrates, le parti de feu Pim Fortuyn et le parti libéral) a annoncé des mesures de hausses des recettes et de diminution des dépenses publiques pour faire face à la hausse du déficit due à la conjoncture atone. Cette politique ne pèsera pas sur la croissance néerlandaise dans la mesure où les Pays-Bas souffrent de problèmes d'offre (chômage très faible et inflation importante) et de compétitivité. L'objectif du gouvernement est essentiellement de limiter la hausse des salaires, pour restaurer la compétitivité de l'économie néerlandaise, et de supprimer la dette publique à moyen terme. Le budget 2003, complété par des mesures prises après la réélection de la coalition de droite, prévoit 0,5 point de PIB d'économies de dépenses et 0,6 point de PIB de hausses de prélèvements. Les réductions de dépenses 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 des dépenses de 0,2 point de PIB, essentiellement dans le domaine de la santé. La hausse des impôts en 2003 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). Il faut ajouter l'augmentation des cotisations en faveur des fonds de pension qui font face à des difficultés financières. Les crédits d'impôts pour les bas salaires seront au contraire augmentés, afin d'accroître le taux de participation.

*Achévé de rédiger le 31 mars 2003.*