

## SOMMAIRE

### LES INFORTUNES DE LA VERTU

*Perspectives 2003-2004 pour l'économie mondiale*

Synthèse . . . . .	14
Convergence vers la neutralité budgétaire . . . . .	35
Politiques monétaires : chacun cherche son style . . . . .	50
Les entreprises sous de meilleurs auspices . . . . .	63
Consommateurs américains <i>versus</i> épargnants de la zone euro . . . . .	76
Commerce mondial : dollar gagnant . . . . .	85

### FICHES THÉMATIQUES ET FICHES PAYS

Pétrole : régulation en flux tendus . . . . .	100
Taux de change : charité bien ordonnée... . . . . .	104
États-Unis : croissance d'élection . . . . .	110
Japon : l'économie réelle l'emporte sur les prix . . . . .	114
Asie : l'ombre chinoise . . . . .	118
Amérique latine : convalescence . . . . .	120
Europe centrale et orientale : bienfaits de l'élargissement . . . . .	122
Royaume-Uni : la croissance dans sa bulle . . . . .	124
Zone euro : l'Union ne fait pas la force . . . . .	128
Allemagne : la sortie du tunnel . . . . .	132
La France emmêlée . . . . .	136
Italie : à la traîne . . . . .	140
Espagne : la course en tête . . . . .	144
Autres pays . . . . .	148

### LA FRANCE EMMÊLÉE

*Perspectives 2003-2004 pour l'économie française*

Synthèse . . . . .	153
Les tensions diminuent sur les prix . . . . .	164
Ménages : <i>the dream is over</i> . . . . .	167
Politique de l'emploi à contre-emploi . . . . .	172
Entreprises : la lumière au bout du tunnel . . . . .	179
L'année du commerce chinois en France ? . . . . .	183
Orientation budgétaire modérément restrictive . . . . .	186

## SOMMAIRE DES TABLEAUX ET ENCADRÉS

### LES INFORTUNES DE LA VERTU

#### Tableaux

1. Contributions à la croissance . . . . .	19
2. Perspectives de croissance mondiale . . . . .	29
3. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et matières premières . .	34
4. Positions budgétaires en Europe, aux États-Unis et au Japon . . . . .	35
5. Décomposition de la variation du déficit budgétaire de la zone euro . . . . .	40
6. Politiques budgétaires dans la zone euro . . . . .	41
7. Taux d'autofinancement et taux de marge . . . . .	64
8. Importations de marchandises . . . . .	89
9. Exportations et demandes adressées de marchandises . . . . .	90
10. Contributions à la progression des demandes adressées . . . . .	91
11. Exportations de marchandises de la zone euro par zone géographique . . . . .	93
12. Importations de marchandises de la zone euro par zone géographique . . . . .	93
13. Exportations de la zone euro par type de biens . . . . .	94
14. Importations de la zone euro par type de biens . . . . .	94
15. Contribution à la baisse des exportations de la zone euro . . . . .	96
(Tableau encadré 9): Flux d'IDE en 2002 . . . . .	96

#### Encadrés

1. Détails du <i>Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act</i> . . . . .	37
2. De l'état délicat des finances des États . . . . .	39
3. Les politiques mises en œuvre dans certains pays de la zone euro . . . . .	43
4. Faut-il craindre la déflation ? . . . . .	59
5. L'état incertain du marché du travail américain . . . . .	66
6. Le mystère des TUC américains . . . . .	74
7. L'exception hollandaise . . . . .	78
8. Taux fixes / taux variables . . . . .	81
9. Les flux d'investissements directs étrangers (IDE) confirment l'attractivité de la zone euro . . . . .	96

## LA FRANCE EMMÊLÉE

### Tableaux

1. Contribution à la croissance du PIB . . . . .	154
2. Impulsions des politiques monétaire et budgétaire . . . . .	155
(Tableau encadré 2) Croissance du PIB en volume . . . . .	164
3. Croissance du revenu réel des ménages . . . . .	167
(Tableau encadré 3) Résultats d'estimation de la fonction de consommation . . . . .	170
4. Emploi et chômage . . . . .	173
5. Politique de l'emploi et chômage des jeunes, une comparaison au cycle précédent . . . . .	175
6. Coûts de deux mesures de traitement du chômage . . . . .	176
7. Politique de l'emploi et chômage de longue durée, une comparaison au cycle précédent . . . . .	177
8. Politique de l'emploi et chômage . . . . .	178
9. Taux d'investissement productif augmenté des variations de stocks . . . . .	179
10. Croissance des exportations françaises en valeurs . . . . .	184
11. Contribution à la baisse des exportations . . . . .	184
12. Résumé des prévisions des finances publiques . . . . .	188
13. Les recettes fiscales des administrations publiques . . . . .	189
14. Principales dépenses des administrations publiques . . . . .	189
I. Résumé des prévisions pour l'économie française . . . . .	190
II. France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix de 1995 . . . . .	191
III. Prix de détail et taux de salaire horaire . . . . .	192
IV. Effectifs salariés . . . . .	192
V. Eléments du compte des ménages . . . . .	193
VI. Commerce extérieur et parts de marché . . . . .	194
VII. Taux d'intérêt et taux de change . . . . .	194

### Encadrés

1. L'impact de la nouvelle version des comptes trimestriels . . . . .	162
2. L'économie française rebondit au second semestre . . . . .	163
3. La fonction de consommation . . . . .	169
4. Les procédures européennes à l'encontre de la France . . . . .	187



# LES INFORTUNES DE LA VERTU

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

Alors que l'année 2003 est en grande partie écoulee, il est maintenant acquis que la reprise de l'économie mondiale est enclenchée. La croissance mondiale pourrait atteindre 3,1 % cette année et 3,7 % en 2004, après 2,7 % en 2002. Le ralentissement constaté au premier semestre, dû à un tassement très net du commerce extérieur, resterait passager.

Aux États-Unis, la reprise, qui avait donné lieu à quelques ratés en 2002, s'est de nouveau engagée dans le courant du premier semestre. Au Royaume-Uni, la demande intérieure reste très dynamique. Le Japon confirme sa reprise et l'atténuation des tendances déflationnistes. L'Asie, et particulièrement la Chine, restent dans une dynamique de croissance forte. L'Amérique latine semble être sortie des crises financières et devrait pouvoir profiter de l'expansion générale du commerce mondial. Enfin, les PECO, profitant des bienfaits de l'élargissement, enregistrent eux aussi une accélération de leur croissance.

Dans ce paysage, la zone euro reste à la traîne. La croissance a été nulle au premier semestre et les espoirs d'une reprise franche dans les prochains mois sont minces. De 2001 à 2003, l'écart de croissance cumulé avec les États-Unis est d'environ 2,5 points. Plus qu'un simple retard de conjoncture, ce décalage tient essentiellement à des politiques économiques fortement contrastées. Aux États-Unis, l'impulsion budgétaire a été de plus de 5 points de PIB pour seulement 0,8 point dans la zone euro. Dans cette zone, le manque de lisibilité et l'absence de transparence en ont aussi réduit les effets. La politique monétaire européenne n'a pas non plus été particulièrement accommodante. Outre-Atlantique, la Réserve fédérale n'a pas hésité, pour éviter de tomber dans le piège de la déflation, à baisser ses taux directeurs au point de rendre les taux d'intérêt réels à court terme négatifs. La Banque centrale européenne (BCE), prisonnière d'une cible d'inflation trop basse, est restée timorée dans sa politique, prenant le risque de faire basculer les pays les moins inflationnistes de la zone (Allemagne) dans la déflation. Par ailleurs, l'appréciation de l'euro du début de l'année 2002 à l'été 2003 a participé au resserrement des conditions monétaires de la zone euro.

\* 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, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Mathieu Plane, Christine Riffart et Elena Stancanelli. La prévision intègre les informations disponibles au 30 septembre 2003.

*L'ajustement financier des entreprises est achevé aux États-Unis, et bien avancé dans la zone euro, même si des différences existent entre les pays de la zone et si la profitabilité n'y est pas encore véritablement restaurée. Ces efforts d'assainissement ont été validés par les marchés financiers dans le courant du premier semestre: hausse des Bourses, baisse des spreads sur les marchés obligataires privés, réouverture des lignes de crédits des banques. Les entreprises n'ont désormais plus de véritables contraintes de financement pour la reprise de l'investissement, mais souffrent davantage de perspectives de débouchés encore modestes, au moins dans la zone euro.*

*Aux États-Unis, la consommation des ménages, qui a constitué le moteur de la croissance, devrait rester soutenue dans les prochains trimestres. Elle devrait pâtir cependant de la croissance sans emplois, croissance vertueuse puisque assise sur d'importants gains de productivité mais d'un faible soutien à la demande des ménages. Dans la zone euro, la consommation demeurerait encore l'un des maillons faibles de la croissance, contrainte par la progression modérée des salaires et le niveau élevé du taux de chômage.*

*Face à l'absence de tensions inflationnistes, les banques centrales ne devraient pas resserrer leur taux à l'horizon de notre prévision. Aux États-Unis, le durcissement des conditions monétaires, dû à une légère remontée des taux longs et à la lente appréciation du dollar face à l'euro, resterait limité, et la politique budgétaire serait moins expansionniste. Dans la zone euro, l'environnement monétaire ne se détendrait que peu. L'impulsion budgétaire serait neutre en 2004.*

*Dans ce contexte, les rythmes de croissance des grands pays industriels rejoindraient fin 2004 leurs taux de croissance potentiels respectifs, proches de 3 % pour les États-Unis et de 2 % pour la zone euro. Cela reste insuffisant pour résorber le déficit de production par rapport au PIB potentiel.*

## Synthèse

Alors que l'année 2003 est en partie écoulee, il est acquis que la reprise de l'économie mondiale est enclenchée. Après trois années de correction des excès des années Internet, le nettoyage des bilans et l'apurement des capacités excédentaires touchent à leur fin. La confiance des investisseurs dans les entreprises est rétablie. Toutes les conditions sont ainsi réunies pour un nouveau cycle de croissance et l'année 2004 devrait voir la croissance mondiale s'accélérer. Le mouvement est déjà perceptible dans les chiffres et les indicateurs de l'économie américaine. Même si les déséquilibres accumulés effraient, les États-Unis prennent la voie d'une croissance de l'ordre de 4 % à moyen terme. L'Asie, et particulièrement la Chine, sont également dans une dynamique de croissance, poussées par le jeu de la concurrence dont elles tirent leur épingle et entraînées par la croissance du

commerce mondial. L'Amérique latine semble être sortie des crises financières et devrait pouvoir profiter de l'expansion générale pour renouer avec la croissance. Ce scénario n'est toutefois pas exempt d'un certain nombre de risques dans le cas où la croissance américaine donnerait lieu à des désillusions. La question du financement des déséquilibres américains surgirait alors au premier plan.

Seule la zone euro fait ombre dans ce tableau. La croissance a été nulle au début de l'année 2003. Le chômage augmente, les déficits publics se creusent et peu de choses permettent de croire à un rebond rapide de l'activité. De 2001 à 2003, l'écart de croissance cumulé entre la zone euro et les États-Unis est d'environ 2,5 points.

Ce ne pourrait être qu'un retard de la zone euro dans le mouvement général d'embellie économique; la croissance serait alors pour demain. Cela pourrait être aussi un nouvel épisode dans le creusement de l'écart entre le vieux continent et les États-Unis; la croissance dans la zone euro serait structurellement inférieure à celle des États-Unis.

Mais il y a une autre explication à l'atonie de la zone euro. Les autorités budgétaires et monétaires américaines ont réagi avec force et constance au ralentissement. De 2001 à 2003, l'impulsion budgétaire a été de plus de 5 points de PIB. Les taux d'intérêt à court terme sont proches de 1 %; en termes réels, le loyer de l'argent est négatif. La dépréciation lente du dollar a participé à cette thérapie de choc. Le choix de politique économique de la zone euro a été tout autre. L'impulsion de politique budgétaire de 2001 à 2003 y a été de 0,8 point de PIB. La contribution délibérée de la politique budgétaire à la croissance a été ainsi inférieure à 0,3 point par an, contrainte par le Pacte de stabilité. La politique monétaire a accompagné le ralentissement en réagissant conformément aux règles en cours aux variations de l'activité. Mais en s'accrochant à une cible d'inflation trop basse, la Banque centrale européenne prend le risque de la déflation, d'autant que la zone euro est caractérisée par de grandes diversités nationales et des marchés du travail peu perméables. Ce *policy mix* serait prolongé en 2004, bridant la reprise.

La reprise aux États-Unis serait assise sur des gains de productivité forts et apparemment durables. Ils pénalisent à court terme l'emploi, mais ils permettent de contenir les déséquilibres de l'économie américaine (déficits courant et public, endettement des ménages). En Europe, l'assainissement des entreprises a eu lieu, mais il s'est fait dans un contexte bien plus dégradé de l'activité. Il prépare probablement moins bien l'avenir. À la reprise sans emplois américaine, l'Europe opposera-t-elle la reprise sans croissance?

## Retour sur le passé

### Confirmation de la reprise aux États-Unis

Sur le plan conjoncturel, la situation s'est éclaircie depuis le début de l'été. Les incertitudes sur la guerre en Irak avaient conduit les entreprises à un comportement d'attentisme. Mais la confiance, à la fois des ménages et des entreprises, s'est redressée après l'intervention militaire des États-Unis. Les conséquences macroéconomiques du conflit sont apparues *ex post* plus limitées à l'échelle mondiale qu'on ne pouvait le craindre *a priori*. En particulier, la croissance américaine a été plutôt satisfaisante, et la prime de risque sur le marché pétrolier a disparu. Par ailleurs, l'épidémie de SRAS qui avait freiné l'activité de plusieurs pays d'Asie et du Canada au deuxième trimestre 2003 a été stoppée. Le ralentissement de croissance des pays frappés par l'épidémie n'aura donc été que temporaire.

La reprise aux États-Unis, datant officiellement de novembre 2001, reste sur des rythmes de croissance modérés. La croissance américaine a été de 2,4 % en 2002 et de 1,8 % en rythme annualisé au premier semestre 2003.

En 2002, la consommation privée américaine est demeurée un soutien fort à la croissance en dépit de pertes d'emplois. Au premier semestre 2003, elle a contribué à hauteur de 0,8 point à la croissance (tableau 1). Le revenu des ménages américains a été soutenu par la progression des salaires individuels et par les baisses d'impôts. Le taux d'épargne n'a que peu augmenté. L'endettement continue de progresser mais reste soutenable car les ménages ont profité de la baisse des taux d'intérêt pour restructurer leur dette.

La dépréciation du dollar, principalement par rapport à l'euro, a contribué à l'environnement favorable des entreprises américaines. Néanmoins, elle n'a pas permis de réduire le déficit courant des États-Unis et la contribution du commerce extérieur américain reste très négative en 2002 (- 0,7 point de contribution à la croissance). Au deuxième trimestre 2003, les importations américaines ont redémarré tandis que les exportations diminuaient encore.

### Le retard européen

La croissance de la zone euro reste décevante. L'activité a stagné au premier semestre 2003 après avoir faiblement augmenté en 2002.

Le commerce extérieur a pesé sur les performances de la zone, avec une contribution nulle au second semestre 2002 et fortement négative au début de l'année 2003 (- 0,7 point de contribution à la



croissance). L'appréciation de l'euro, la faiblesse des importations des pays d'Europe continentale et orientale et la concurrence de pays émergents l'expliquent en partie. Mais c'est surtout le commerce intra-zone euro qui a diminué.

Après le creux de 2001, la consommation privée est repartie dans le courant de l'année 2002, sous l'effet de la reprise des dépenses des ménages en Allemagne et en Italie. Au premier semestre 2003, le rythme de croissance reste encore modéré, sauf en Espagne et en Italie, où il est plus dynamique.

L'arrêt du déstockage dans les entreprises au début de 2003 a offert un soutien à l'activité. La contribution a été positive au premier semestre. Les entreprises ont poursuivi l'ajustement de leur bilan en 2002 et 2003, avec de fortes différences intra zone.

Le Royaume-Uni a fait mieux que la zone euro, avec une croissance de 1,9 % en 2002 et de 0,5 % au premier semestre 2003. La consommation privée et les dépenses publiques ont été les deux moteurs de la croissance.

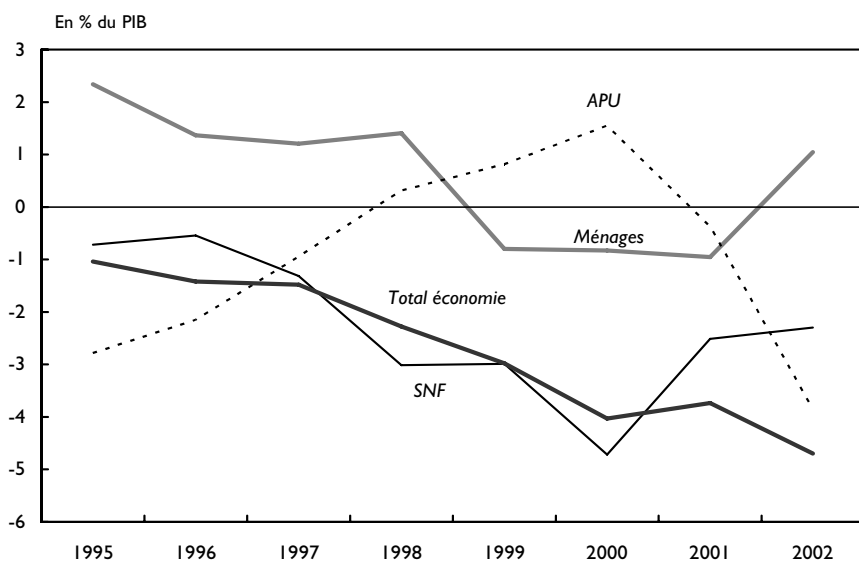
## Déséquilibres des capacités de financement

Un des éléments d'inquiétude pour la croissance tant américaine que celle de la zone euro est l'évolution récente de la capacité de financement de la Nation, mais pour des raisons opposées.

Le déficit financier américain (graphique 1) n'a cessé de se creuser depuis 1997. En 2002, ce creusement provient uniquement du solde public, alors que les agents privés ont redressé leur capacité de financement. Cette évolution n'est pas le résultat d'un effet d'éviction. L'analyse des dynamiques de dépenses des agents privés américains et de leur patrimoine confirme qu'ils ont tiré parti de la stimulation budgétaire et monétaire pour dépenser et redresser leur situation patrimoniale. Les ménages ont notamment eu un comportement de fuite en avant qui a pour l'instant permis à la fois le maintien des déséquilibres dans des limites soutenables et une croissance plus dynamique que dans la zone euro.

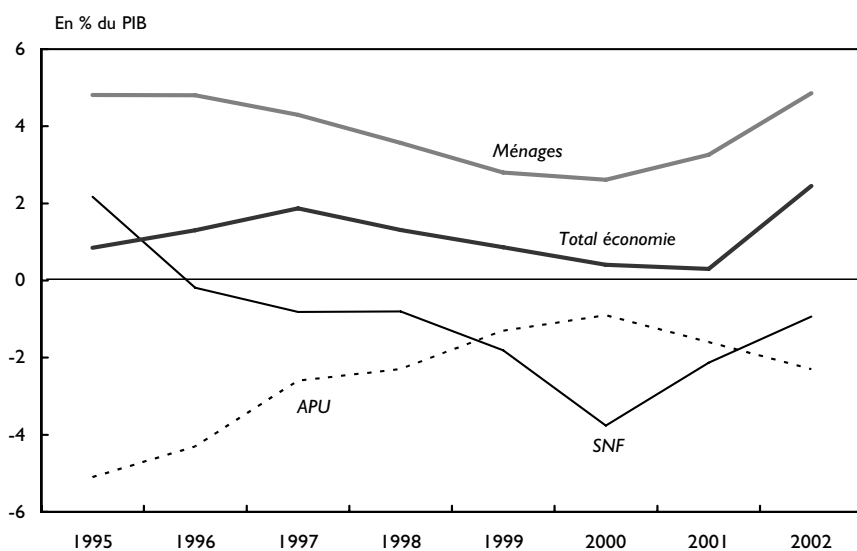
Au contraire, le solde financier européen (graphique 2) est excédentaire et s'est nettement redressé en 2002. Le ralentissement économique a incité les agents économiques privés à une certaine prudence. Ceux-ci ont comprimé leurs dépenses et redressé leur taux d'épargne. Le creusement du déficit public, dû en grande partie à la faible croissance, n'a donc pas permis de restaurer la confiance et de relancer l'activité. L'excédent courant reflète des comportements trop raisonnables, y compris de la part des ménages.

### I. Capacités de financement des agents aux États-Unis



Sources : BEA, calculs OFCE.

### 2. Flux des créances et des dettes de la zone euro \*



\* Les flux des créances et dettes mesurés par les comptes financiers correspondent à la capacité de financement des agents, mesurée par la Comptabilité nationale, à un écart statistique près.  
Sources : BCE, calculs OFCE.

I. Contributions à la croissance

En %

	PIB			Consommation privée			Consommation publique			Formation brute de capital <sup>3</sup>			Commerce extérieur		
	SI <sup>2</sup>	S2 <sup>2</sup>	A <sup>2</sup>	SI	S2	A	SI	S2	A	SI	S2	A	SI	S2	A
Allemagne	2002	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,6	0,2	0,1	0,3	-0,6	-0,1	-1,3	1,2	0,2	1,7
	2003	-0,3	0,3	0,0	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,3	-0,9	0,0
France	2002	0,8	0,5	1,2	0,3	0,4	0,8	0,5	0,4	0,9	-0,1	-0,4	-0,7	0,1	0,1
	2003	0,0	0,3	0,4	0,3	0,2	0,7	0,1	0,1	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,6	0,1
Italie	2002	0,1	0,5	0,4	0,1	0,7	0,3	0,1	0,1	0,3	0,8	-0,4	0,5	-0,9	0,1
	2003	0,0	0,1	0,3	0,5	0,4	1,1	0,2	0,1	0,2	0,5	-0,2	0,2	-1,1	-0,2
Espagne	2002	0,8	1,2	2,0	1,1	0,6	1,6	0,4	0,4	0,8	0,1	0,6	0,3	-0,8	-0,4
	2003	1,1	1,0	2,2	1,2	0,7	1,9	0,3	0,2	0,6	0,1	0,3	0,6	-0,6	-0,2
Zone euro	2002	0,5	0,5	0,9	0,0	0,4	0,3	0,3	0,2	0,6	-0,2	-0,1	-0,6	0,4	0,0
	2003	0,0	0,4	0,5	0,4	0,3	0,7	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	-0,7	0,0
Etats-Unis <sup>1</sup>	2002	1,7	1,3	2,4	1,2	1,0	2,2	0,5	0,3	0,8	0,4	0,4	0,2	-0,5	-0,7
	2003	0,9	1,9	2,5	0,8	1,4	2,0	0,3	0,3	0,6	-0,1	0,5	0,3	-0,2	-0,4
Japon	2002	0,4	1,6	0,2	0,5	0,4	0,7	0,2	0,1	0,4	-1,0	0,8	-1,6	0,7	0,2
	2003	1,4	0,6	2,5	0,3	0,4	0,7	0,1	0,1	0,2	0,7	0,0	1,1	0,3	0,2
Royaume-Uni	2002	0,8	1,5	1,9	1,2	1,3	2,6	0,4	0,1	0,6	-0,2	0,8	-0,2	-0,5	-0,7
	2003	0,5	1,2	1,8	1,0	1,1	2,2	0,6	0,3	0,8	-0,2	0,5	0,4	-0,9	-0,7

1. Les comptes américains sont à prix chaînés. La somme des contributions diffère donc de la croissance du PIB. Le poste « consommation publique » inclut aussi l'investissement public.

2. SI : premier semestre. S2 : second semestre. A : année.

3. Formation brute de capital fixe et variations de stocks.

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévisions OFCE.

## L'Asie flamboyante

Au Japon, la croissance a été positive au deuxième trimestre 2003. C'est le sixième trimestre consécutif de hausse, après la récession de 2001. Les investissements productifs privés sont devenus le principal moteur de la croissance, rompant avec la période précédente d'une activité soutenue par les exportations. Les investissements en volume des entreprises nippones ont été cependant gonflés par le déflateur de l'investissement (- 3,8 % au premier semestre 2003). La baisse des prix à la consommation s'est ralentie au premier semestre 2003, laissant espérer une sortie de déflation. Cependant, le prix du PIB décroît encore à un rythme important (- 2,5 % au deuxième trimestre 2003).

En dépit du SRAS, l'économie chinoise a continué de croître très rapidement. L'Asie rapide a progressé en 2003, avec une croissance moyenne pour la zone d'environ 6 %. Les investissements directs étrangers en Chine ont continué d'affluer, malgré la baisse enregistrée au niveau mondial.

L'Amérique latine, secouée par les crises des dernières années, s'engage dans une reprise laborieuse. Seules les exportations ont soutenu l'activité.

Les pays d'Europe centrale et orientale ont continué de bénéficier des retombées positives du processus d'entrée dans l'Union européenne. La Russie a affiché une forte reprise conjoncturelle, profitant de l'augmentation du prix du pétrole.

## Les entreprises en meilleure position

Au-delà des divergences de croissance observées au premier semestre 2003, un constat s'impose: aux États-Unis, comme dans la zone euro, l'ajustement des entreprises aux excès hérités de la bulle Internet commence à porter ses fruits. La rentabilité du capital s'améliore, les taux d'autofinancement se redressent et les efforts de désendettement se poursuivent. Grâce à la levée d'un certain nombre de contraintes, les conditions de financement des entreprises se sont assouplies dans le courant du premier semestre 2003. Dès lors, une partie des contraintes qui pesaient sur la reprise de l'investissement est en train de disparaître.

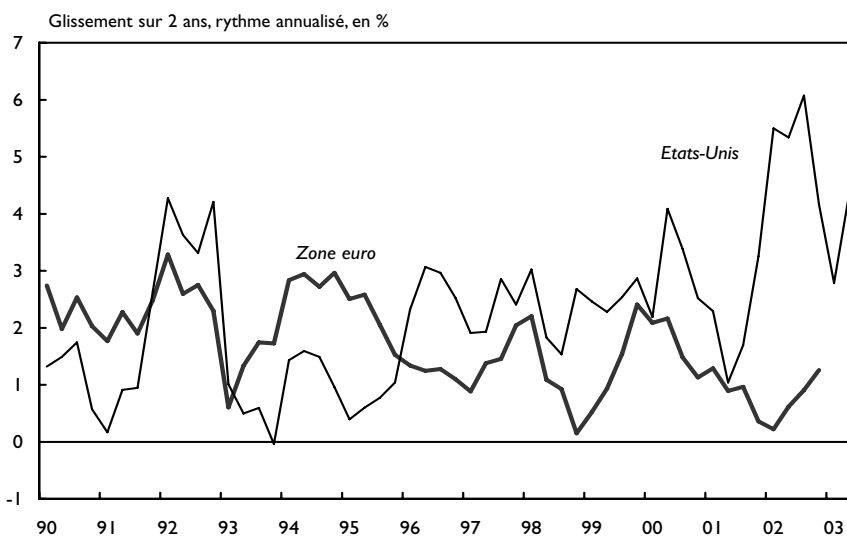
### L'ajustement touche à sa fin

Confrontées de part et d'autre de l'Atlantique au ralentissement de l'activité et à une forte pression des marchés financiers, les entreprises s'étaient lancées dès 2001 dans un effort d'assainissement de

leurs comptes et de restauration de leur rentabilité. Depuis, les taux d'autofinancement se sont redressés. Aux États-Unis, après avoir atteint un niveau historiquement bas en 2000, celui-ci approche à la mi-2003 son point haut du milieu des années 1990. La situation est moins avancée dans la zone euro.

Ces différences soulignent l'ampleur inégale des ajustements opérés et tiennent à plusieurs facteurs. Tout d'abord, le taux d'investissement a fortement chuté aux États-Unis en 2001 et 2002 tandis qu'il réagissait plus tardivement et moins brutalement en Europe. Par ailleurs, confrontées au ralentissement économique et au jeu d'une concurrence de plus en plus vive (notamment avec les pays asiatiques, Chine en tête), les entreprises américaines ont continué de dégager d'importants gains de productivité. En 2002 et au premier semestre 2003, les rythmes ont ainsi été supérieurs à ceux rencontrés lors des phases de reprise antérieure. Les entreprises américaines continuent de bénéficier d'une plasticité forte de leur appareil productif, sous-tendue par la « nouvelle économie ». Les entreprises de la zone euro, moins réactives, n'ont pas bénéficié des mêmes conditions. L'ajustement de l'emploi a été plus tardif et les gains de productivité sont restés très en deçà des performances de leurs consœurs américaines (graphique 3). De plus, la croissance de la demande, plus faible qu'aux États-Unis, a rendu les ajustements plus difficiles. La remontée du taux de marge ne s'est enclenchée qu'à partir du début de l'année 2002, et s'est interrompue dans le courant du premier semestre 2003 avec la stagnation de l'activité.

### 3. Gains de productivité aux États-Unis et dans la zone euro\*



\* Les gains de productivité horaire portent sur le secteur marchand aux États-Unis. Ils sont calculés pour l'ensemble de l'économie pour la zone euro, considérée ici comme l'agrégation des cinq grands pays (Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas).

Sources : BLS, instituts statistiques nationaux, calculs OFCE.

Dans la zone euro, la situation est cependant différente selon les pays. Subissant une contrainte de compétitivité plus forte que ses voisins et la pression de taux d'intérêt réels plus élevés, l'Allemagne a commencé son ajustement avant ses voisins. En Espagne, la dynamique de rattrapage et des conditions monétaires plus favorables qu'ailleurs ont permis aux entreprises de continuer de bénéficier d'un fort effet de levier. La France et l'Italie, chacune pour des raisons propres, se distinguent par un retard d'ajustement qui pèse sur la compétitivité de leurs entreprises, surtout dans le cas italien.

## Les marchés financiers se reprennent

Ces efforts d'assainissement et de désendettement ont été perçus positivement par les marchés financiers. Le rebond technique de la Bourse, amorcé juste avant l'intervention militaire américaine en Irak, s'est consolidé avec les anticipations de reprise de la croissance. Le mouvement haussier a touché toutes les places. Néanmoins, malgré les signaux plus positifs du côté américain, notamment sur les perspectives de profits, la remontée de la Bourse de New York a été inférieure à celle des marchés européens. Ceci peut s'expliquer par les écarts de *price earning ratio* (PER). Les actions européennes qui semblaient sous-évaluées au regard de leur PER de long terme, seraient dans une phase de rattrapage, ce qui n'est pas le cas des Bourses américaines dont les PER seraient restés élevés.

La remontée des cours boursiers s'est accompagnée d'une détente des *spreads* sur les marchés obligataires privés. Enfin, même les banques apparaissent moins réticentes à prêter aux entreprises.

L'accès aux marchés des capitaux s'est donc bien détendu par rapport à la situation qui prévalait voilà six mois. Aujourd'hui, les entreprises n'ont plus de véritables contraintes de financement. Le recours aux prêts bancaires s'est développé dans la zone euro, depuis le second semestre 2002, et les émissions d'obligations se sont accrues au premier trimestre 2003. Aux États-Unis, les entreprises restent prudentes. Elles continuent de privilégier la restructuration de leur dette obligataire en émettant de nouveaux titres à maturité longue.

## Des cigales un peu moins cigales et des fourmis un peu plus fourmis

En 2002 et au premier semestre 2003 la consommation des ménages a été le moteur de la croissance aux États-Unis. Dans la zone euro, elle constitue encore un des maillons faibles de la reprise.

Ces évolutions proviennent surtout de dynamiques divergentes du revenu redistribué alors que les comportements d'épargne se sont, plus récemment, rapprochés.

En effet, si la consommation privée a trouvé un faible soutien dans la croissance des revenus du travail des deux cotés de l'Atlantique, elle a pu s'appuyer aux États-Unis sur un *policy mix* accommodant. En revanche, dans la zone euro, sa progression a été bridée par une gestion de la politique économique beaucoup moins expansionniste.

La déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des ménages, qui se dessinait depuis quelques années, a été corrigée en 2002. Aux États-Unis, les gains de productivité élevés ont freiné les créations d'emplois et empêché la baisse du taux de chômage, mais ont néanmoins permis aux salaires de progresser. Cela contraste avec les corrections encore en cours dans la plupart des pays de la zone euro, où la hausse du chômage a pesé sur la croissance des rémunérations salariales. En Allemagne, la part de la masse salariale dans la valeur ajoutée est restée stable alors qu'en France, elle a augmenté du fait du retard d'ajustement de l'emploi au ralentissement de l'activité. En Italie, le dynamisme de l'emploi a pu encore soutenir le revenu des ménages.

Aux États-Unis, le secteur public a pris le relais de façon très volontariste par le biais de réductions d'impôts, qui ont soutenu la consommation tout en permettant d'amorcer une saine reconstitution de l'épargne. En Europe, au contraire, à l'excès d'épargne privée s'est ajoutée une absence de stimulation budgétaire vigoureuse. Dans les pays où l'impulsion a été la plus positive sur le revenu des ménages, le manque de lisibilité des politiques mises en œuvre et les mesures redistributives en faveur des hauts revenus ont largement modéré l'impact sur la consommation. Cela a été le cas en Italie, alors qu'en Allemagne les hausses de prélèvements obligatoires ont pu être compensées par une progression des revenus de la propriété et de l'entreprise.

Le ralentissement de l'inflation américaine en 2002 a permis à la fois une progression du pouvoir d'achat des salaires et le maintien de taux d'intérêt nominaux faibles. Dans ce contexte monétaire favorable, le dynamisme de la consommation des ménages américains s'est poursuivi. En effet, la baisse des taux d'intérêt hypothécaires en 2002 a stimulé la renégociation des prêts immobiliers et donc la restructuration de la dette des ménages. Le service de la dette s'en trouve stabilisé et les ménages sont aujourd'hui mieux protégés d'une dérive éventuelle des taux longs. Bien que les renégociations de prêts soient une pratique moins répandue en Europe, les ménages européens ont pu augmenter leur taux d'endettement sans accroître leur charge de remboursement. Toutefois, dans la zone euro, la baisse des taux

d'intérêt et la hausse des prix de l'immobilier n'ont pas suffi à stimuler la consommation, celle-ci restant bridée par la faible croissance du revenu disponible réel et l'incertitude sur les perspectives économiques à court terme.

Aux États-Unis, la reconstitution de l'épargne des ménages a pu se faire en 2002 sans pour autant ralentir la consommation. Dans la zone euro, le comportement prudent des ménages s'est traduit par une hausse du taux d'épargne, hausse inhabituelle à cette phase du cycle, et qui empêche le taux d'épargne de jouer son rôle d'amortisseur traditionnel de la consommation. Le taux d'épargne a progressé en France, s'est stabilisé en Allemagne, en Italie et en Espagne, et a diminué aux Pays-Bas.

Cette prudence peut s'avérer d'autant plus excessive que la contrainte patrimoniale est moins forte dans la zone euro qu'aux États-Unis. En effet, même si en Europe, la hausse du taux d'endettement engendre une augmentation des engagements nets (à l'exception de l'Allemagne et de l'Espagne), la contrainte de solvabilité y est moins forte. Le passif est en effet gagé sur des actifs qui se sont moins dévalorisés, du fait d'une moindre baisse du patrimoine financier et d'une composante immobilière plus importante qu'aux États-Unis.

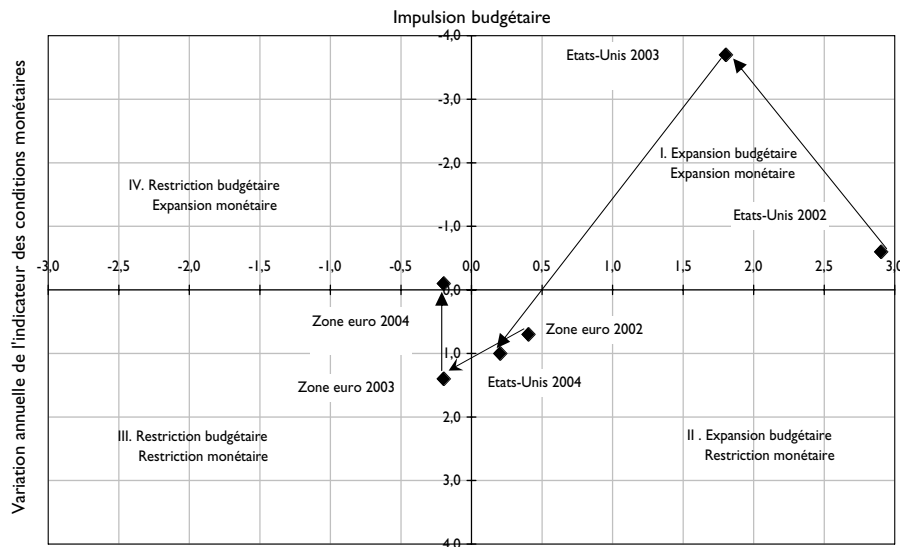
En revanche, aux États-Unis, la stabilisation récente à un haut niveau des engagements nets, obtenue grâce à l'arrêt de la dépréciation du patrimoine financier, ne permet pas d'écarter un risque d'insolvabilité. La remontée des taux longs et son impact éventuel sur l'investissement logement et sur les prix de l'immobilier font peser un risque sur le patrimoine brut des ménages américains, dont la valeur a tout juste retrouvé son niveau d'avant l'éclatement de la bulle boursière.

## *Policy mix* transatlantique

Dans la phase d'incertitude de la reprise qui a caractérisé l'économie mondiale depuis la fin 2002, le pilotage de la politique économique des deux côtés de l'Atlantique s'est fait selon deux plans de vol bien différents. Si l'économie américaine a été propulsée par les deux moteurs, budgétaire et monétaire, le décollage de la zone euro dans son ensemble n'a pas eu lieu. Il peut certes s'appuyer sur une politique monétaire légèrement accommodante, mais sans le soutien de la politique budgétaire (graphique 4).



## 4. Indicateurs de rigueur monétaire et budgétaire \*



\* L'indicateur des conditions monétaires combine l'écart entre le taux d'intérêt mixte réel à la croissance potentielle et l'évolution du taux de change effectif réel par rapport à sa moyenne des dix dernières années. Une variation positive de l'indicateur indique une restriction monétaire.

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

## États-Unis: tous feux allumés

Des deux risques (risque de déflation versus endettement excessif et reprise de l'inflation) qui planaient sur l'économie américaine, la Réserve fédérale et l'administration Bush ont choisi de prévenir celui qui leur semblait le plus coûteux. Le nouveau paradigme américain se fonde sur une gestion monétaire du risque de déflation, soutenue par une politique budgétaire qui associe relance keynésienne, par la dépense publique, et baisses d'impôts, selon la logique d'incitations chère aux théoriciens de l'offre. Cette politique joue tout de même avec le feu car la dégradation de l'épargne nationale se poursuit, du fait de celle de l'épargne publique.

La politique budgétaire très favorable, alliant baisses d'impôts et hausses des dépenses militaires, a eu pour conséquence une hausse du déficit, de 2,4 % du PIB en 2002 à 4,3 % en 2003. L'impulsion budgétaire atteint 4,7 points de PIB en cumulé sur 2002 et 2003.

Aux cotés de la stimulation budgétaire, l'assouplissement de la politique monétaire s'est intensifié. La Réserve fédérale a confirmé aux marchés sa volonté de maintenir durablement une politique accommodante et, ayant ainsi une emprise sur leurs anticipations, a réussi à provoquer un aplatissement de la courbe des taux et une réduction du *spread* sur les marchés obligataires privés. Néanmoins, la dernière baisse du 25 juin, inférieure aux

anticipations des marchés, a provoqué une remontée brutale des taux d'intérêt longs nominaux, qui s'est en partie essoufflée en septembre, lorsque la reprise américaine apparaissait encore fragile.

Le différentiel positif de croissance par rapport à la zone euro n'a pas suffi à endiguer la dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro. Celle-ci aurait même pu être plus importante sans l'intervention des Banques centrales asiatiques. Le bas niveau des taux d'intérêt américains relativement à ceux de la zone euro jusqu'à la mi-juillet, la dégradation des déficits courant et budgétaire et la remise en cause de la politique du dollar fort par l'administration Bush ont eu le dessus sur la devise américaine.

À l'horizon de la prévision, la politique de la Réserve fédérale demeurerait prudente, car l'écart de production ne se referme pas et le risque déflationniste n'est pas définitivement écarté. Il n'y aurait pas de nouvelles baisses des taux courts. Les taux longs continueraient d'augmenter, sous l'effet de la croissance et de la montée du déficit budgétaire. L'appréciation de la devise américaine contribuerait à un durcissement relatif des conditions monétaires. La situation budgétaire deviendrait aussi beaucoup moins expansionniste. Sous l'hypothèse d'une stabilisation du déficit des administrations publiques autour de 4 % du PIB, l'impulsion budgétaire s'annulerait pratiquement en 2004.

### Zone euro: un moteur éteint

Le décollage manqué de l'économie de la zone euro tient, au moins en partie, à l'absence de soutien budgétaire. Si l'assouplissement monétaire a favorisé la poursuite de l'endettement des ménages et des entreprises sans peser sur le service de la dette, la faible impulsion budgétaire n'a toujours pas permis d'activer le moteur de la consommation.

La réduction des déficits structurels de plus de 0,5 point de PIB par an, requise par la Commission, n'a pas eu lieu. La dégradation des comptes publics dans la zone euro en 2002 et 2003 est cependant moins l'œuvre d'une volonté de relance que la conséquence de difficultés conjoncturelles. En 2002, l'impulsion budgétaire positive (0,4 point de PIB) est due pour les trois quarts à la politique budgétaire française. En 2003, elle est à peine restrictive alors que l'orientation budgétaire française devient neutre et que l'Italie et l'Allemagne se sont engagées à réduire leurs déficits. L'écart de comportement s'est donc creusé entre ces trois grands pays de la zone et les petits pays « vertueux » (comme l'Espagne) qui demandent l'application stricte du Pacte de stabilité. Le risque d'une dérive inflationniste paraît aujourd'hui mineur dans la zone euro, la dégradation des soldes publics n'ayant pas entraîné, contrairement aux États-Unis, une augmentation du déficit courant. De plus, l'évolution de l'inflation européenne semble plus liée à des facteurs de rattrapage et à l'impact sectoriel des effets Balassa (notamment sur les services) qu'à l'effet des déficits des grands

pays. Dans le contexte conjoncturel actuel, la zone euro aurait été encore plus affaiblie par l'impulsion budgétaire négative résultant du respect du Pacte de stabilité.

Si la politique monétaire peut souffrir de cette absence de coordination avec la politique budgétaire et de la diversité des situations nationales, le rééquilibrage manqué du *policy mix* européen trouve plutôt son origine dans une appréciation différente des risques de la part de la BCE. Celle-ci reste prisonnière de sa cible d'inflation à 2 %. Avec une baisse de 1,25 point de ses taux depuis novembre 2002, elle suit le verdict de la règle de Taylor, respectant ainsi le compromis entre les pragmatiques, gardiens de la croissance, et les monétaristes, gardiens de l'inflation. La BCE ignore trop vite le risque déflationniste et celui de voir les taux longs européens, entraînés par les taux américains, se retrouver à des niveaux excessifs au regard de l'inflation et de la croissance de la zone. Ceci d'autant plus que l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar a nettement contrebalancé le bas niveau des taux d'intérêt réels, provoquant un durcissement des conditions monétaires dans la zone euro. En prévision, le danger de la déflation est écarté du fait de la légère détente de la politique monétaire de la BCE au cours de l'année 2004 et de la dépréciation de l'euro.

### Japon: le retour du monétaire

Le *policy mix* japonais s'est caractérisé en 2002 par une forte impulsion budgétaire positive et une politique monétaire inefficace parce qu'incapable de casser les anticipations déflationnistes. En 2003, l'impulsion budgétaire serait à peu près neutre tandis que la politique monétaire resterait inchangée, pour ne pas briser la reprise. Les évolutions à la hausse des taux longs et du yen, portées par les espoirs quant à une sortie de déflation du Japon, perdureraient jusqu'au début 2004, pour se tasser progressivement avec le ralentissement de la croissance japonaise. L'impulsion budgétaire serait de nouveau neutre en 2004, le gouvernement ne souhaitant pas creuser un déficit qui atteint 7 % du PIB.

### Royaume-Uni: la neutralité

En 2002, les dépenses publiques sont restées un des principaux moteurs de la croissance britannique. Le déficit public a atteint 1,4 % de PIB et l'impulsion budgétaire près de 2 points de PIB. En 2003, les conditions monétaires se sont détendues, sous l'effet de la dépréciation de la livre et de l'assouplissement de la politique monétaire. Elles restent plus restrictives que dans la zone euro ou aux États-Unis. Les taux d'intérêt nominaux et réels à court terme y sont plus élevés, même après la baisse du taux directeur qui s'est produite (0,5 point en 2003) et ce en dépit d'une inflation supérieure à la cible fixée.

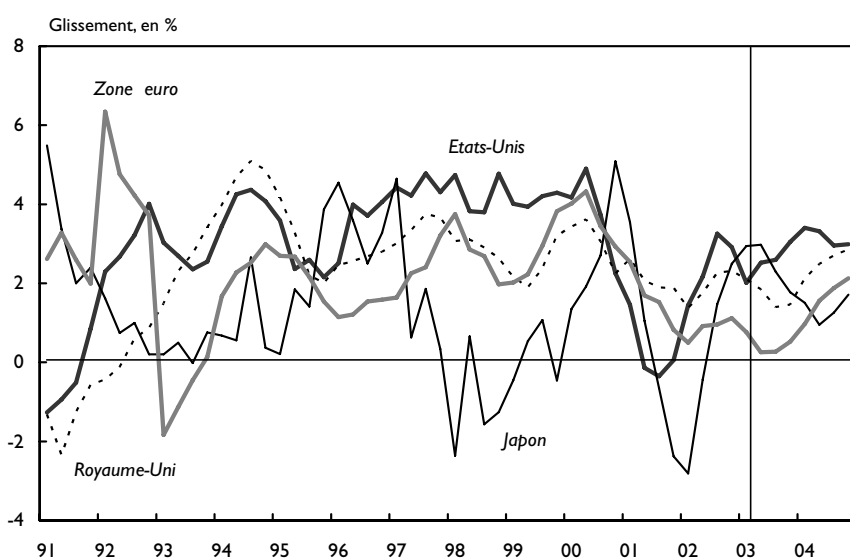
Notre prévision table sur un retour à la neutralité du *policy mix* britannique: l'impulsion budgétaire resterait positive cette année et deviendrait quasiment nulle en 2004; la Banque d'Angleterre ressererait d'un demi-point son taux directeur au second semestre 2004. Elle respecterait ainsi la neutralité de la règle de Taylor. Les taux longs britanniques remonteraient à 5 %.

## Des prévisions sans tambours ni trompettes

En septembre 2003, un ensemble de facteurs conjoncturels et structurels permettent d'envisager une accélération de la croissance de l'économie mondiale à l'horizon 2004, relativement modeste au demeurant dans la plupart des zones (tableau 2 et graphique 5). Après 2,7 % en 2002, la croissance serait de 3,1 % cette année et de 3,7 % l'an prochain.

Sur le plan structurel, le principal facteur favorable à une reprise de l'activité aux États-Unis et dans la zone euro est le rétablissement de la situation financière des entreprises. L'ajustement touche probablement à sa fin aux États-Unis et est bien avancé dans la zone euro. Le maintien de taux d'intérêt à de bas niveaux serait un facteur supplémentaire de soutien à l'investissement. La situation des entreprises s'est également améliorée au Japon où l'investissement productif a renoué avec la croissance. Globalement, les conditions d'une reprise de l'investissement privé sont réunies du côté de l'offre.

5. Croissance des grands pays industriels



Sources : Instituts statistiques nationaux, prévisions OFCE.

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

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

2. Y compris Turquie.

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

Les perspectives de demande dans les grandes économies industrielles sont mitigées. D'une part, la consommation des ménages ne connaîtrait qu'une accélération limitée. Dans la zone euro, elle resterait bridée par une progression modérée de la masse salariale, ce qui évite aux entreprises d'entamer leur profitabilité, et par le niveau élevé du taux de chômage (près de 9 % en moyenne pour 2004). Aux États-Unis, l'évolution peu favorable de l'emploi ne soutiendrait pas vigoureusement la croissance de la consommation des ménages. Au Japon, les entreprises profiteraient de la reprise tant attendue pour augmenter la productivité du travail.

Les effets richesse apporteraient un léger soutien à la consommation aux États-Unis et au Royaume-Uni, sous l'hypothèse d'une progression modérée des cours boursiers et du maintien de la valeur du patrimoine immobilier. Les ménages anglo-saxons reconstitueraient cependant une partie de leur épargne. Le taux d'épargne augmenterait d'un peu plus d'un point aux États-Unis, un peu moins au Royaume-Uni, mais resterait bas. Dans la zone euro, le taux d'épargne resterait élevé (plus de 15 % en moyenne). Au total, la progression de la consommation des ménages serait modérée: 2,8 % aux États-Unis en 2004, en ligne avec celle des trois dernières années; 1,7 % dans la zone euro, équivalente à celle de 2001.

La demande publique deviendrait progressivement moins soutenue du fait de l'épuisement des marges de manœuvre du côté budgétaire et des ajustements imposés par le Pacte de stabilité dans la zone euro.

Au vu des ressorts limités de la demande interne dans les grands pays industriels, les débouchés à l'exportation sont un enjeu d'importance. La dépréciation passée du dollar devrait permettre aux exportateurs américains de légers gains de parts de marché en 2004. À l'inverse, les exportateurs de la zone euro parviendraient difficilement à stabiliser les leurs. Notre scénario suppose qu'à la fin 2004, les parités entre les principales devises reviendraient vers 1,05 dollar pour un euro et 120 yen pour un dollar (tableau 3).

À l'horizon de la fin 2004, les rythmes de croissance des États-Unis et de la zone euro ne feraient que rejoindre leurs taux de croissance potentiels respectifs, proches de 3 % pour les États-Unis et de 2 % pour la zone euro (selon l'OCDE), de sorte que les écarts de production, actuellement négatifs, ne se résorberaient pas.

L'absence de tensions inflationnistes et la baisse des prix du pétrole en 2004 (25,3 dollars après 28,4 dollars en 2003) maintiendrait l'inflation en deçà des 2 % dans la zone euro et aux États-Unis.

L'augmentation de la demande dans les pays industriels sera bienvenue pour un certain nombre de pays en développement. Cela sera particulièrement vrai pour l'Amérique latine, qui pourrait gagner des parts de marché, résultat des dépréciations de plusieurs monnaies en 2002. L'Asie en développement rapide continuerait à détenir la palme de la croissance mondiale (avec 7,5 % en Chine) et à renforcer son insertion dans le commerce mondial. Les pays ayant ancré leur monnaie au dollar (Chine, Hong Kong, Malaisie,...) continueraient de plus à bénéficier du niveau relativement faible du dollar face au yen et à l'euro. Huit pays d'Europe centrale et orientale entreraient dans l'Union européenne en mai 2004. Certains (Pologne et Hongrie) bénéficieraient à court terme des effets de la dépréciation de leur monnaie face à l'euro au premier semestre 2003, mais tous verraient leur politique budgétaire contrainte par le Pacte de stabilité. La croissance de l'économie russe, devenue une économie de rente, serait tirée par les exportations de matières premières ainsi que par une politique budgétaire expansionniste.

Au total, le commerce mondial connaîtrait une accélération moyenne au regard des cycles de croissance précédents. Après 3 % en 2002, les importations mondiales de marchandises progresseraient de 5 % cette année et de 6,6 % l'an prochain. Les pays de la zone Pacifique en resteraient l'élément moteur, tandis que les pays de l'Union européenne fermeraient la marche.

## Des risques sous l'embellie

Notre scénario de croissance, en particulier la reprise américaine, s'appuie sur plusieurs hypothèses dont certaines sont décisives. Le *policy mix* américain a opté pour stimuler la croissance en espérant que celle-ci résorberait en douceur les déséquilibres. Au vu du passé récent, ces déséquilibres ne devraient pas susciter d'inquiétudes, la croissance américaine étant gagée sur d'importants gains de productivité. Le déficit courant apparaît soutenable à moyen terme, les investisseurs continuant d'être attirés par les perspectives favorables de croissance. Le dollar s'apprécierait en 2004. Par ailleurs, la croissance des États-Unis, en binôme avec l'Asie hors Japon, jouerait le rôle de locomotive de la croissance mondiale, tractant les pays européens en attendant que les ressorts de leur demande intérieure ne se raffermissent.

## Et si la vertu de la croissance américaine avait ses limites

Dans le cas de désillusions du côté américain (essoufflement des gains de productivité, ralentissement de la croissance,...), les anticipations des marchés financiers et de change pourraient se retourner. Dans les arbitrages de change, la défiance accrue vis-à-vis du dollar se traduirait alors par une baisse du dollar et un report sur l'euro.

Le risque d'une baisse du dollar peut également provenir, voire se doubler d'un changement d'attitude des Banques centrales asiatiques qui cesseraient d'intervenir sur le marché des changes. Ceci irait dans le sens de la volonté récemment affichée du G7 d'aller vers davantage de flexibilité et de laisser jouer les marchés, considérés comme spontanément efficaces. Un rééquilibrage des taux de change en faveur d'une appréciation accélérée des monnaies d'Asie vis-à-vis du dollar s'ensuivrait. Par ailleurs, une sortie de déflation qui accompagnerait la reprise japonaise pourrait freiner les sorties de capitaux, et notamment les achats de titres publics américains. Les risques sur le dollar viennent donc de sources multiples, et peuvent se cumuler.

Jusqu'alors, la baisse du dollar ne s'est traduite que par un ajustement de 8 % de son taux de change effectif réel, les monnaies asiatiques servant d'amortisseur à la dépréciation. Dans le cas extrême où le dollar venait à baisser vis-à-vis de l'euro et également des monnaies du Pacifique, la dépréciation serait alors nettement plus marquée.

Les conséquences sur l'économie américaine seraient multiples. Certes, la pression sur les marges serait atténuée, les entreprises bénéficiant d'un regain de compétitivité à la fois à l'exportation mais aussi sur le marché domestique. La guerre des prix enclenchée, notamment avec les producteurs asiatiques, serait donc plus équilibrée, et le risque de voir la Chine accroître davantage ses parts de marché serait réduit. Le déficit courant se réduirait. Mais la Réserve fédérale pourrait intervenir, pour soutenir le change, en resserrant sa politique. Par ailleurs, l'intégration d'anticipations inflationnistes et la défiance généralisée à l'égard des titres américains pourraient alimenter de nouvelles hausses de taux longs. La vulnérabilité financières des agents, notamment des ménages, apparaîtrait alors très vite. L'effet récessif jouant contre l'effet compétitivité, la croissance américaine s'en trouverait bridée.

L'impact sur la zone euro serait catastrophique: perte supplémentaire de compétitivité, rupture de la locomotive américaine sur la dynamique du commerce extérieur et risque accru de déflation du fait de pressions désinflationnistes exacerbées. De plus, à la différence de la politique monétaire américaine qui a privilégié en 2002 la croissance pour lutter contre la déflation, la BCE pourrait s'en tenir à une politique d'entérinement d'inflation basse, avant de penser à soutenir



l'activité. Dans l'hypothèse où l'euro monterait à 1,3 dollar, l'impact sur la croissance de la zone serait négatif de 0,7 point par rapport au compte central. L'inflation serait réduite de 1,2 point.

Et si..., et si...

Un autre risque potentiel à l'horizon de notre prévision porte sur les Bourses. Si la remontée des cours venait à s'accélérer aux États-Unis, dopée par des perspectives de croissance plus forte, alors le risque de formation d'une nouvelle bulle boursière ne serait pas exclu, surtout au vu des niveaux de PER actuellement observés. Dans la zone euro, ce risque de bulle est moins fort, la rentabilité des titres boursiers étant encore inférieure à leur moyenne de long terme. Dans l'hypothèse d'un éclatement de la bulle (à l'échéance de notre prévision), un retournement aux États-Unis pousserait alors automatiquement les marchés européens à la baisse. Compte tenu du rétablissement de la profitabilité moins avancé dans les entreprises de la zone euro et de fondamentaux moins favorables, la reprise de l'investissement serait alors différée.

Le marché pétrolier n'est pas exempt de risques non plus, notamment du fait de l'extrême volatilité des prix. L'instabilité qui domine au Moyen-Orient pourrait aggraver les tensions et affecter plus ou moins directement les pays producteurs de la région. Une nouvelle prime de risque serait intégrée aux cours du pétrole, poussant les prix à la hausse en 2004. À l'inverse, une baisse plus forte des prix du pétrole dans le cas où l'OPEP perdrait le contrôle sur l'offre, reste possible.

3. 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>																
1 euro =...\$	0,88	0,92	0,98	1,00	1,08	1,14	1,12	1,12	1,12	1,11	1,09	1,07	1,05	0,95	1,11	1,08
1 \$ =...yen	132	127	119	122	119	118	117	117	117	119	120	120	120	125	118	120
1 £ =...euros	1,63	1,59	1,58	1,57	1,49	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43	1,45	1,47	1,48	1,59	1,44	1,46
<i>Taux d'intérêt à court terme<sup>1</sup></i>																
Etats-Unis	1,8	1,8	1,8	1,5	1,3	1,2	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,6	1,0	1,0
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	0,1
Zone euro	3,4	3,4	3,4	3,1	2,7	2,4	2,1	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	3,3	2,3	1,9
Royaume-Uni	4,0	4,1	4,0	3,9	3,8	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,7	4,0	3,6	3,6
<i>Taux d'intérêt à long terme<sup>1</sup></i>																
Etats-Unis	5,1	5,1	4,3	4,0	3,9	3,6	4,2	4,4	4,4	4,5	4,7	4,8	4,9	4,6	4,0	4,7
Japon	1,4	1,4	1,2	1,0	0,8	0,6	1,2	1,5	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	1,0	1,2
Zone euro	5,1	5,3	4,8	4,5	4,2	4,0	4,1	4,2	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,9	4,1	4,5
Royaume-Uni	5,0	5,2	4,7	4,6	4,3	4,2	4,5	4,7	4,7	4,8	4,8	4,9	5,0	4,9	4,4	4,9
Prix du pétrole, Brent, en \$ <sup>1</sup>	21,0	25,1	26,8	26,7	31,5	26,0	28,2	28,0	28,0	26,0	25,0	25,0	25,0	24,9	28,4	25,3
Prix du pétrole, Brent, en € <sup>1</sup>	23,9	27,3	27,3	26,7	29,3	22,9	25,1	25,0	25,0	23,4	22,9	23,4	23,8	31,8	25,6	23,4
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	2,5	4,2	-0,3	2,8	8,6	2,1	-2,0	0,0	0,0	1,0	1,0	2,0	2,0	-3,3	12,4	2,8

1. Moyenne sur la période.

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

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 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'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWYWA (Hambourg). Prévisions OFCE.

# Convergence vers la neutralité budgétaire

## Nette dégradation des comptes publics depuis 2000

Au cours des années 2001 à 2003, les soldes publics se sont sensiblement dégradés dans les principaux pays de l'OCDE. Cette dégradation est en partie liée à la conjoncture économique. Sur trois ans, la croissance a été de 1 % en moyenne dans la zone euro et au Japon, de 1,7 % aux États-Unis et 1,9 % au Royaume-Uni (tableau 4).

En général, la politique budgétaire a également contribué à la détérioration des comptes publics. L'impulsion budgétaire a été de plus grande ampleur dans les pays qui avaient des excédents publics au début du ralentissement. Sur trois ans, elle a représenté 5,3 % du PIB aux États-Unis et 3,5 % du PIB au Royaume-Uni, contre moins de 1 % du PIB dans la zone euro et au Japon (respectivement 0,8 et 0,7 % du PIB). Dans la zone euro, si le Pacte de stabilité avait été respecté à la lettre, les politiques budgétaires auraient été fortement restrictives.

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

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

1. Hors UMTS.

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

Conséquence de la politique économique, les soldes publics se sont davantage dégradés aux États-Unis et au Royaume-Uni qu'au Japon et dans la zone euro, malgré une croissance plus forte. Le déficit est passé de 0,9 % du PIB en 2000 à 2,8 % en 2003 dans la zone euro, et de 7,4 à 7,3 % du PIB au Japon, alors que les États-Unis et le Royaume-Uni, qui avaient des excédents publics en 2000 (respectivement 2,3 et 1,4 % du PIB) ont des déficits conséquents en 2003: respectivement 4,3 et 2,5 points de PIB<sup>1</sup>.

## En 2003 et 2004, l'expansionnisme budgétaire se ralentirait aux États-Unis et au Royaume-Uni...

Aux États-Unis, la politique budgétaire, alliant baisses d'impôts et dépenses militaires, a permis de maintenir un rythme de croissance élevé à partir de 2002. Cette politique a eu pour conséquence une hausse du déficit budgétaire, mais celle-ci ne semble pas poser de problème de soutenabilité (la dette publique représente un peu moins de 40 % du PIB). En revanche, le déficit public, en stimulant la demande interne, n'a fait que renforcer le déficit courant qui atteint des niveaux records (de l'ordre de 5 % du PIB). Bien que le risque d'une perte de confiance dans la soutenabilité de ce déficit constitue une sévère hypothèque sur l'avenir, il est indéniable que le double déficit américain a soutenu la conjoncture économique mondiale en 2002 et 2003. Les baisses d'impôts prévues pour 2003 et 2004 représentent au total 1,7 % du PIB (encadré 1). S'y ajoutent des dépenses exceptionnelles liées au contexte de guerre à hauteur de 1,5 % du PIB sur deux ans. Sous les hypothèses d'une stagnation en volume des dépenses discrétionnaires et d'un retour à l'équilibre des finances locales (encadré 2), le déficit des administrations publiques atteindrait respectivement 470 milliards de dollars en 2003 et 490 milliards en 2004, soit 4,3 % du PIB chaque année. L'impulsion budgétaire américaine est cependant moins forte en 2003 et la politique budgétaire sera presque neutre en 2004, au moment où l'activité retrouvera une dynamique autonome.

1. Pour 2000, dans l'Union européenne, il s'agit des soldes publics hors UMTS: en 2000, les recettes de ventes des licences de téléphonie mobile de troisième génération ont représenté 2,4 % du PIB au Royaume-Uni et 1,1 % du PIB dans la zone euro (et notamment 2,5 % du PIB en Allemagne).

## I. Détails du *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act*

En l'espace de trois ans, pas moins de trois plans de relance ont été votés : l'*Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act* (EGTRRA) en juin 2001 ; le *Job Creation and Worker Assistance Act* en mars 2002 ; et le *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act* (JGTRRA) en mai 2003. Contenant initialement environ 700 milliards de réductions d'impôts sur 10 ans, le JGTRRA a fait l'objet d'un intense débat quant à son coût, son équité et son efficacité. Ce débat s'est clos le 24 mai 2003 avec le vote par le Congrès d'un plan réduit de moitié, grâce essentiellement à la nature temporaire des mesures. Celles-ci visent à la fois les ménages (surtout les plus aisés) et les entreprises :

- accélération du calendrier de baisse des taux marginaux d'impôt sur le revenu. Initialement prévue par l'EGTRRA pour s'étaler entre 2004 et 2006, la baisse est effective dès cette année, avec effet rétroactif au 1<sup>er</sup> janvier 2003. Les taux marginaux valant 27, 30 et 35 %, sont abaissés de 2 points et le taux de la tranche supérieure passe de 38,6 % à 35 %. Ils rebasculeront à leur niveau de 2002 en 2011 ;

- réduction à 15 % du taux d'imposition maximal sur les dividendes (actuellement de 38,6 %) et les plus-values (actuellement de 20 %). Pour les personnes dont le revenu se situe dans la nouvelle tranche introduite par l'EGTRRA et imposée à 10 %, les dividendes et les plus-values ne sont plus imposés qu'à 5 % jusqu'en 2007 et seront exonérés en 2008. Les taux, quelle que soit la tranche d'imposition, reviendront à leur niveau actuel à partir de 2009 ;

- accélération du calendrier de l'augmentation du crédit d'impôt par enfant. Il passe de 600 à 1 000 dollars dès 2003 (au lieu de 2010 comme cela était prévu dans l'EGTRRA). Des chèques d'acompte ont déjà été envoyés aux ménages éligibles en juillet et août 2003 ;

- augmentation de 30 à 50 % de la part que les entreprises peuvent, dès la première année, déduire de leurs profits au titre de leurs dépenses d'investissement en biens d'équipement. Cette procédure d'amortissement accéléré du capital avait été introduite dans la loi de mars 2002 et valait pour les biens d'équipements achetés entre le 11 septembre 2001 et le 11 septembre 2004. Le JGTRRA augmente le taux de 30 à 50 % et étend la date limite à la fin 2004 ;

- augmentation du montant que les PME peuvent déduire intégralement de leurs profits au titre de leurs dépenses d'investissement en biens d'équipement. Le plafond, actuellement de 25 000 dollars, est porté à 100 000 dollars. Cette mesure expire fin 2005 ;

- versement aux États de 20 milliards de dollars (sur 2 ans) pour aider à combler leurs déficits.

Les réductions d'impôts pour la seule année 2003 sont évaluées (par le CBO) à 53 milliards de dollars et à 135 milliards de dollars pour 2004<sup>1</sup>. S'y ajoutent, au titre de dépenses exceptionnelles, les 79 milliards de dollars déjà débloqués (*Emergency Wartime Supplemental Appropriation Act*, avril 2003) et les 87 milliards encore en attente (comptabilisés en 2004), pour financer, entre autres, la guerre en Irak et la reconstruction du pays.

Après la doctrine Clinton (nécessité d'équilibrer les finances publiques pour soutenir la croissance à long terme), la doctrine Bush est dans la droite

ligne de celle de R. Reagan et des théoriciens de l'offre (les réductions d'impôts soutiennent la croissance par le biais de la stimulation du travail et de l'innovation). Le CBO, dans le cadre de son analyse des propositions budgétaires de l'administration (mars 2003), a cette fois-ci également procédé à une analyse en dynamique (chère aux théoriciens de l'offre), mobilisant à cet effet différents modèles (modèle de croissance-type; modèle en économie fermée et cycle de vie; modèle en économie ouverte et cycle de vie; modèle à horizon infini; modèle macro-économétrique de *Macroeconomic Advisers*; modèle macro-économétrique de *Global Insight*). La conclusion est qu'il n'est pas évident de conclure! L'offre de travail augmenterait probablement mais l'investissement serait réduit ainsi que le stock de capital (par effet d'éviction). Du fait de ces deux effets contraires, l'effet net sur l'activité serait indéterminé et de toute manière modeste (le niveau du PIB serait rehaussé ou abaissé de moins d'un point de pourcentage entre 2004 et 2013). Si l'on rajoute à ces seuls effets de stimulation de l'offre, des effets de stimulation de court terme de la demande, l'impact macroéconomique serait un peu plus important (le PIB serait rehaussé d'1,4 point de pourcentage entre 2004 et 2008).

S'il est le bienvenu (à supposer qu'il soit efficace), ce soutien actif de l'activité se fait néanmoins au prix d'un contrôle draconien, intenable et préjudiciable des dépenses discrétionnaires hors défense, et plus fondamentalement au détriment du besoin de réforme du régime de retraite (*Social Security*) et d'assurance-maladie (*Medicare*). Dans ce dernier cas, par exemple, l'introduction dans le régime d'un remboursement des médicaments sur ordonnance, actuellement en débat, se heurte, en plus de difficultés de conceptions, à un coût élevé<sup>2</sup>. Cette question ne se serait pas posée avec la même acuité si les finances publiques n'avaient pas dérapé.

1. CBO, « The Budget and Economic Outlook: an Update », août 2003.

2. Le projet actuellement débattu est évalué à 400 milliards de dollars sur 10 ans.

Au Royaume-Uni, la politique budgétaire a également été très expansionniste en 2001 et 2002, mais sur des postes fort différents puisque l'effort budgétaire a essentiellement porté sur les investissements publics dans le domaine de la santé, de l'éducation et des infrastructures de transport. En 2003 et 2004, comme aux États-Unis, les dépenses publiques britanniques devraient ralentir parallèlement à l'accélération du PIB.

Au Japon, le regain de croissance permettrait de stabiliser le déficit public en 2004. La politique budgétaire ne modifierait pas sensiblement le solde structurel. Compte tenu du niveau élevé du déficit, la dette publique continuerait à croître.

## 2. De l'état délicat des finances des États

Dans le cadre du dernier plan de soutien de l'activité ratifié fin mai 2003 (*Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act - JGTRRA*), 20 milliards de dollars sont prévus pour aider les États fédérés à combler leurs déficits. Cette somme est répartie sur deux ans (2003 et 2004) et inclut: 10 milliards d'assistance directe (5 chaque année), alloués à chaque État sur la base de sa population, permettant d'assumer les services et programmes courants; 10 milliards (4 en 2003 et 6 en 2004) correspondant à l'augmentation temporaire de la participation de l'administration fédérale au financement de *Medicaid* (assurance maladie pour les plus démunis).

Cette aide financière prend acte de la situation difficile dans laquelle sont les États, contraints légalement à avoir des comptes équilibrés à la fin de chaque cycle budgétaire (un cycle couvrant une ou deux années fiscales et étant différent d'un État à l'autre). Or, l'éclatement de la bulle Internet et la faiblesse consécutive de la croissance ont entraîné une forte baisse des recettes locales tandis que les dépenses ne s'ajustaient qu'avec retard. Les déficits ont atteint dans certains États des niveaux très élevés. Début 2003, on parlait de 30 milliards de dollars pour la Californie pour l'année fiscale 2004 (courant du 1<sup>er</sup> juillet au 30 juin) ; de 10 milliards de dollars pour l'État de New York; et de 80 milliards de dollars pour l'ensemble des États, selon les données de la *National Association of State Budget Officers*. Les États doivent mener une politique pro-cyclique sévère, frappant plus particulièrement les dépenses. Les dépenses générales de fonctionnement des États, après avoir crû de 8,3 % en 2001, n'auraient augmenté que de 1,3 % en 2002 et de 0,3 % en 2003. Une telle politique budgétaire restrictive au niveau local rend plus épineuse encore la question de l'équité des réductions d'impôts: non seulement les plus démunis n'en bénéficient guère, mais en plus ils subissent de plein fouet les ajustements sur les prestations sociales et les services publics.

Si la crise est sévère, ces chiffres sont à lire avec prudence car ils ne recouvrent pas l'ensemble des dépenses et recettes des États et des collectivités locales. Par exemple, seuls les budgets de fonctionnement sont soumis à l'obligation d'équilibre. Et, selon les données plus exhaustives de la comptabilité nationale, le ralentissement de la croissance des dépenses est moins brutal, passant de 8,5 % en 2001 à 5,9 % en 2002 et 5,3 % en 2003. Enfin, les actions menées au niveau local restent d'une ampleur marginale par rapport à celles menées au niveau fédéral. Minorées des 20 milliards, elles ne réduiraient guère l'impact expansionniste de la politique budgétaire fédérale.

Il n'en reste pas moins que, toujours selon la comptabilité nationale et en année calendaire, les États sont déficitaires depuis 2 ans déjà, à hauteur de 31 milliards de dollars en 2001 et de 52 milliards en 2002. Envisager, sur la base de ces chiffres, un retour à l'équilibre des comptes à l'horizon 2004, affecte la prévision de déficit pour l'ensemble des administrations publiques. Celui-ci ne se creuserait que peu entre 2003 et 2004, tandis que l'impulsion budgétaire correspondante se réduirait nettement entre 2003 et 2004.

## ... et la politique budgétaire deviendrait légèrement restrictive dans la zone euro

La dégradation des comptes publics de la zone euro entre 2000 et 2003 a été aux trois quarts la conséquence des difficultés conjoncturelles. Les charges de la dette ont au contraire un peu diminué en proportion du PIB (tableau 5). En revanche, en 2002, comme en 2001, la politique budgétaire a contribué à la hausse du déficit public. L'impulsion budgétaire a représenté 0,4 % du PIB de la zone euro. Étant donné que la France représente 22 % du PIB de la zone, la politique budgétaire française a représenté les trois-quarts de l'impulsion budgétaire de la zone euro.

### 5. Décomposition de la variation du déficit budgétaire de la zone euro

En % du PIB

	2001	2002	2003	2004
Déficit primaire structurel	0,6	0,4	-0,2	-0,2
Déficit conjoncturel <sup>1</sup>	0,3	0,4	0,9	0,2
Charges d'intérêts	-0,1	-0,3	-0,1	-0,0
Déficit	0,8	0,5	0,6	0,1

1. Les mesures exceptionnelles (cf. Italie) sont comptabilisées dans le solde conjoncturel.  
Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévisions OFCE.

En 2003, le déficit des administrations publiques de la zone euro atteindrait 2,8 % du PIB, en augmentation de 0,6 point, malgré une orientation légèrement restrictive de la politique budgétaire qui réduit le déficit structurel primaire de 0,2 point de PIB. Les déficits publics de l'Allemagne et de la France, qui étaient déjà supérieurs au seuil de 3 % du PIB en 2002, augmentent en raison de la croissance très faible, et en dépit d'un durcissement de la politique budgétaire en Allemagne (tableau 6). Le déficit italien se rapproche du seuil de 3 % et le déficit néerlandais augmente fortement (+ 0,7 point de PIB) malgré des politiques budgétaires restrictives, du fait d'une croissance faible en Italie et négative aux Pays-Bas.



## 6. Politiques budgétaires dans la zone euro

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

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

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

1. Hors recettes UMTS.

2. 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.

En 2004, le léger durcissement des politiques budgétaires devrait permettre de stabiliser le déficit des administrations publiques de la zone euro dans une conjoncture qui reste hésitante. Le déficit public atteindra 2,9 % du PIB selon nos prévisions. Un scénario dans lequel le déficit public moyen de la zone euro serait supérieur à 3 % est possible. Les Pays-Bas et le Portugal conserveront une politique budgétaire très restrictive. Dans le même temps, la rigueur budgétaire s'adoucira en Allemagne et se durcira quelque peu en France. La politique budgétaire deviendra neutre en Italie et le restera en Espagne.

Contrairement à ce qu'on pouvait anticiper, l'existence du Pacte de stabilité n'a pas induit de politiques de réduction des déficits structurels. En 2001 et 2002, les politiques budgétaires prévues dans les programmes de stabilité publiés en 2001 par les gouvernements de la zone euro n'ont pas été respectées. Ces programmes de stabilité devaient conduire à une diminution du déficit structurel de la zone de 0,3 point de PIB en deux ans (2001 et 2002). Finalement, le déficit structurel a augmenté de 0,6 point de PIB sur cette période. Les trois plus grands pays de la zone euro, dont les budgets sont parmi les plus déficitaires, ont eu des politiques budgétaires expansionnistes.

En 2003, les engagements n'ont pas non plus été respectés. Les politiques annoncées par les gouvernements fin 2002 devaient conduire à une diminution de 0,6 point de PIB du déficit structurel alors que celui ne se réduit que de 0,3 point. L'Allemagne avait par exemple annoncé une impulsion budgétaire négative d'un point de PIB, et celle-ci a finalement été de - 0,6 point.

Pour 2004, le gouvernement allemand a annoncé une baisse du déficit structurel plus modérée, et sur la base de mesures précises. On a supposé qu'il respectait ses engagements. La France de son côté annonce un redressement des finances publiques de 0,7 point de PIB, mais ce n'est pas l'hypothèse que nous faisons car l'effort concerne essentiellement les dépenses, notamment les dépenses sociales, difficiles à contrôler. Le gouvernement italien, quant à lui, annonce une réduction du déficit structurel primaire de 0,5 point de PIB par an à partir de 2004, en conformité avec les recommandations de la Commission, mais le redressement paraît peu crédible au vu des mesures annoncées (encadré 3).

### 3. Les politiques mises en œuvre dans certains pays de la zone euro

Dans la majorité des pays, les gouvernements cherchent à réduire la part des dépenses publiques dans le PIB, tout en réduisant les prélèvements obligatoires. Dans les trois plus grands pays de la zone euro, des mesures de baisses d'impôts sont annoncées par les gouvernements pour 2004, malgré des discours de rigueur budgétaire. Il faut cependant préciser que les baisses sont au total assez symboliques en France et qu'en Italie, les mesures annoncées sont moins ambitieuses qu'initialement prévu. Le gouvernement néerlandais fait, en l'occurrence, figure d'exception puisqu'il annonce des hausses d'impôts notables.

En Allemagne, l'avancement d'un an de l'étape 2005 de la réforme de l'impôt sur le revenu (0,8 point de PIB) est compensé par des mesures d'économies et des réductions d'avantages fiscaux, représentant au total 1 point de PIB. Le taux marginal supérieur de l'impôt sur le revenu passera notamment de 48,5 à 42 %. Les économies de dépenses concernent notamment les dépenses sociales (santé, chômage, retraite) dans le cadre de l'Agenda 2010. Compte tenu du fait que ces économies ont un effet multiplicateur plus fort que la baisse de l'impôt sur le revenu, la politique budgétaire allemande pourrait peser sur la reprise allemande.

En France, le gouvernement a annoncé des baisses d'impôts (0,16 point de PIB) pour 2004, notamment l'impôt sur le revenu (0,14 point de PIB y compris la prime pour l'emploi). Mais le contrôle des dépenses de l'État et la probable hausse des impôts locaux feront plus que compenser ces recettes et le solde structurel baissera modérément (0,3 point). Compte tenu de la lenteur de la reprise, le déficit augmentera cependant légèrement pour atteindre 4,1 % du PIB.

Dans la loi de finances pour 2003, le gouvernement italien a prévu de réduire les impôts sur plusieurs années (1,4 point de PIB en trois ans). Cette baisse concerne notamment l'impôt sur le revenu, l'impôt sur les bénéfices et l'impôt régional sur les activités productives. Au total, la baisse prévue représente 0,35 point de PIB en 2003 et 0,6 point en 2004. Compte tenu des difficultés budgétaires, la seconde étape de la diminution de l'impôt sur le revenu (0,28 point de PIB) a été reportée. En 2003, le contrôle strict des dépenses a permis de limiter la dégradation des comptes publics due à la conjoncture et à la baisse – inévitable – des recettes exceptionnelles (titrisations d'immeubles et amnistie fiscale). En 2004, le déficit dépassera probablement le seuil de 3 % du PIB. Si le gouvernement italien n'avait pas eu systématiquement recours à ces mesures exceptionnelles depuis 2001, le seuil aurait été dépassé dès cette date (déficit de 3,2 % du PIB au lieu de 2,6 %) et atteindrait 3,6 % en 2004.

En 2004, le gouvernement néerlandais poursuivra la politique très dure de redressement budgétaire initiée en 2003. Les mesures de hausses d'impôts ont représenté 1 point de PIB en 2003 et seront de nouveau fortes en 2004 (0,5 point de PIB). Ces hausses permettent tout juste de compenser la baisse spontanément forte du taux de prélèvements dans un contexte de croissance nulle en moyenne sur trois ans (2002-2004), et alors que les contributions aux fonds de pensions, exonérées d'impôts, augmentent fortement. Les

mesures de restriction des dépenses sont également très substantielles et permettent de compenser la hausse spontanée des charges d'intérêts et les dépenses sociales : licenciements de fonctionnaires, baisses des remboursements de soins médicaux, report de dépenses d'investissement public.

## Les déficits publics allemand et français n'ont pas d'effet négatif sur les autres pays de la zone euro

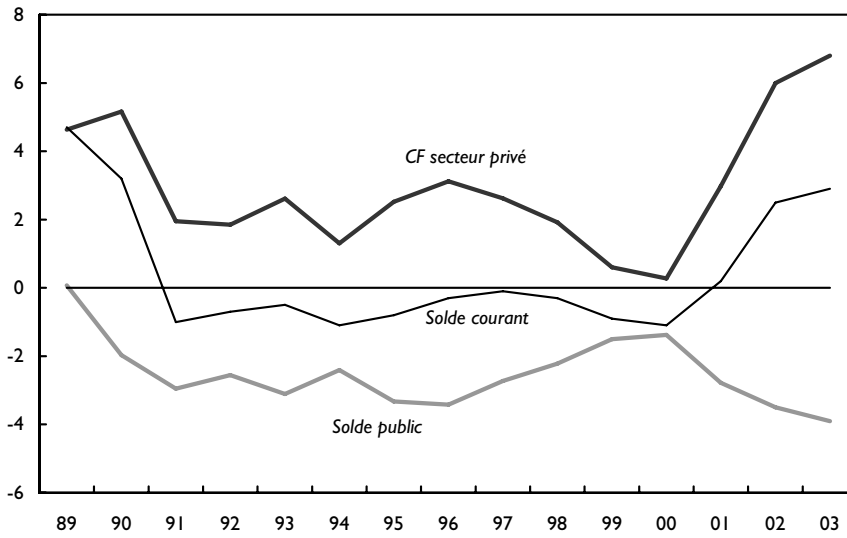
Théoriquement, des déficits importants dans certains pays peuvent nuire aux pays voisins en induisant une hausse des taux d'intérêt longs publics et privés. Les déficits sont potentiellement inflationnistes parce qu'ils stimulent la demande, ce qui peut conduire à une hausse des taux d'intérêt nominaux à court terme par réaction de la Banque centrale. Par ailleurs, les déficits publics réduisent l'épargne macro-économique, ce qui peut induire une hausse des taux d'intérêt réels de la zone, une éviction de l'investissement privé et éventuellement une appréciation de l'euro qui détériore la compétitivité.

Pourtant, dans la situation actuelle, il paraît peu probable que les déficits français et allemand poussent à la hausse l'inflation et les taux d'intérêt européens. L'inflation est très faible en Allemagne et faible en France (respectivement 1,1 % et 2,0 % en août en 2003, en glissement annuel, moins pour ce qui est de l'inflation sous-jacente). Et la demande intérieure est atone. En Allemagne, elle s'est contractée de 0,6 % en volume en 2001 et de 1,5 % en 2002 ; elle augmente légèrement en 2003 (+ 0,8 %). La demande intérieure française, quant à elle, encore assez dynamique en 2001 (+ 1,9 %), a sensiblement ralenti en 2002 et 2003, où elle a augmenté de 0,8 %. Dans les deux pays, les déficits publics ne se sont pas traduits par une augmentation des déficits courants, la contraction de la demande privée n'étant que partiellement compensée par la demande publique (graphiques 6a et 6b). L'argument de l'éviction est difficile à tenir dans ce contexte.

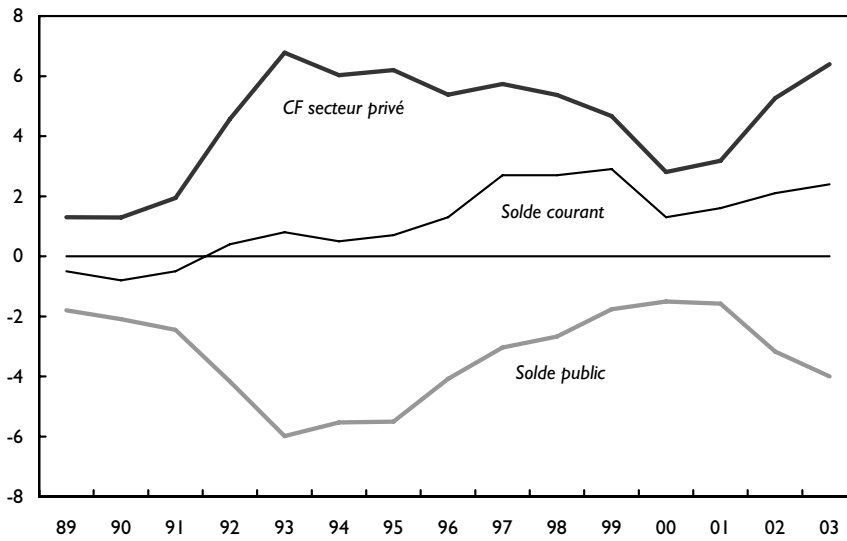
6a et b. Capacités de financement et soldes

En % du PIB

a) Allemagne



b) France



Sources : OCDE, prévisions OFCE.

L'argument selon lequel les déficits franco-allemands empêcheraient une diminution des taux d'intérêt de la Banque centrale européenne et un rééquilibrage du *policy mix* européen paraît donc fort contestable sur le plan économique. À court terme, ce sont, au contraire, les économies dont l'inflation est supérieure à la moyenne – les pays du Sud de l'Europe et l'Irlande – qui limitent les possibilités de réduction des taux d'intérêt monétaires, puisque la BCE suit l'inflation moyenne de la zone euro<sup>2</sup>. Cela a un effet négatif sur les économies les moins inflationnistes, puisque les taux d'intérêt réels  $y$  sont *relativement* élevés. À titre d'exemple, sur la base de taux courts valant 2,1 % et compte tenu de l'inflation en glissement annuel en août 2003, les taux courts réels moyens sont nuls pour la zone euro, mais valent + 1,0 % en Allemagne, – 1,0 % en Espagne et – 1,8 % en Irlande<sup>3</sup>. En revanche, les pays de la zone euro ne peuvent, dans la situation actuelle, que bénéficier des déficits français et allemand, qui ont très probablement un effet amortisseur sur le ralentissement économique, sans coût pour leurs finances publiques.

## Une politique de rigueur approfondirait les difficultés conjoncturelles en France et en Allemagne...

La France et l'Allemagne souffrent indéniablement d'une insuffisance de la demande interne. Il paraît donc justifié que les gouvernements de ces pays se refusent à mettre en œuvre des politiques de rigueur. Le taux de marge des entreprises se redresse et le taux d'épargne des ménages reste élevé. Dans un tel contexte, où les agents privés cherchent à augmenter leur épargne, une réduction importante des déficits publics (donc une augmentation du taux d'épargne des administrations publiques) risque de détériorer la conjoncture économique: tous les agents ne peuvent accroître leur épargne en même temps sans réduction de l'activité.

Dans la situation conjoncturelle actuelle, la réduction du déficit des administrations publiques, requise par le Pacte de stabilité, risque de peser sur la reprise, à moins qu'elle n'améliore la confiance des agents privés et ne stimule la consommation et l'investissement. En effet, lorsque les agents anticipent des hausses futures d'impôts, le déficit public ne peut pas jouer son rôle d'amortisseur. Dans une telle

2. Les quatre pays les plus inflationnistes sont des économies qui ont engagé avec plus (Irlande, Espagne) ou moins (Grèce jusqu'à récemment) de succès un processus de rattrapage des niveaux de vie moyens. Dans ces conditions, une inflation plus forte que la moyenne de la zone euro est probablement justifiée.

3. Ces chiffres ne sont donnés qu'à titre illustratif puisque les taux d'intérêt réels dépendent de l'inflation future et non de l'inflation passée.

situation, l'austérité budgétaire n'a pas d'effet récessif. La nature du redressement budgétaire peut avoir une influence: si la réduction du déficit passe par une diminution des dépenses publiques, elle peut paraître plus pérenne que s'il s'agit d'une hausse des impôts, et se traduire par une augmentation de l'investissement (du fait de la hausse des profits futurs) et de la consommation. Il se peut que la dramatisation de la situation budgétaire de la France (et dans une moindre mesure de l'Allemagne et de l'Italie) par la Commission européenne ait un effet négatif sur la confiance des agents privés. La Commission européenne le dit elle-même, citant un article de Cotis et alii (1998): « l'introduction de règles budgétaires pour le maintien de la discipline budgétaire (telles que le Pacte de stabilité) peut accroître la perception de la contrainte budgétaire intertemporelle, et en conséquence, la crédibilité de l'ajustement budgétaire et la probabilité de l'émergence d'effets non keynésiens »<sup>4</sup>. Faut-il se réjouir de la diminution de l'efficacité de la politique budgétaire comme instrument de stabilisation conjoncturelle alors que l'instrument monétaire et l'instrument de change (intra européen) ont disparu? Il reste qu'à travers ce discours, la Commission ne fait que remplir le rôle que lui assigne le traité de l'Union européenne, signé par l'ensemble des pays européens<sup>5</sup>...

Si les consolidations budgétaires peuvent donc dans certains cas être expansionnistes, il paraît cependant difficile, en l'état actuel de la situation conjoncturelle et budgétaire en Allemagne et en France, de considérer que des mesures radicales d'austérité engendreraient des effets « non keynésiens ». La dette publique reste à un niveau raisonnable. Les déficits, on l'a vu, ne poussent pas à la hausse les taux d'intérêt. Malgré une croissance lente, la part des dépenses publiques dans le PIB n'a pas sensiblement augmenté ces dernières années. En tout état de cause, il paraît difficile de considérer qu'une baisse de plus de 0,5 point de PIB du déficit structurel dans les deux plus grands pays de la zone euro n'aurait pas d'effet récessif<sup>6</sup>...

4. *European Commission: Public Finance in EMU 2003.*

5. En revanche, lorsque la Commission insiste à longueur de rapports sur l'importance de la diminution des dépenses publiques, il nous semble qu'elle outrepassse ses prérogatives.

6. Il reste qu'à moyen terme, il n'y a aucune raison que la France et l'Allemagne aient toujours besoin d'être sous respiration artificielle. Entre 1990 et 2003, la part de la dette publique dans le PIB a augmenté de 26 points en Allemagne et en France. Mais la France n'a pas vécu de réunification, si ce n'est de façon indirecte... À l'opposé, un objectif de comptes publics équilibrés à moyen terme, comme le stipule le Pacte de stabilité, n'a aucune raison d'être: cela impliquerait que la dette publique en % du PIB tende vers 0.

## ... alors qu'un redressement des finances publiques est davantage justifié au Portugal, en Italie, aux Pays-Bas

Le diagnostic de la politique budgétaire au Portugal, en Italie et aux Pays-Bas est différent. Dans ces pays, l'inflation est – ou a été – relativement forte, malgré le ralentissement économique. C'est le signe que ces pays ne souffrent pas en premier lieu d'une insuffisance de la demande. Le contrôle de l'inflation est une priorité dans l'Union économique et monétaire (UEM) pour deux raisons. À court terme, l'inflation, on l'a vu, a des effets négatifs sur les voisins par le biais de la politique monétaire. À moyen et long terme, une faible inflation est un élément essentiel du dynamisme de l'économie nationale puisque c'est un élément déterminant de la compétitivité-prix en l'absence de flexibilité du taux de change. Les Pays-Bas en ont fait l'expérience au début des années 2000.

Au Portugal, le déficit public s'est accompagné d'un déficit courant important. En outre, l'inflation est parmi les plus élevées d'Europe: 3,3 % en 2003, malgré une croissance négative de 0,8 %. La persistance de l'inflation, conjuguée à un double déficit, n'est pas en soi négative, et correspond à une situation courante dans un pays en rattrapage (voir fiche PECO). Mais le rattrapage s'est interrompu à la fin des années 1990. Depuis 2000, la croissance de la productivité du travail du Portugal est inférieure à la moyenne de la zone euro (selon l'OCDE), et la croissance du PIB est identique, alors que le Portugal était sensiblement plus dynamique que la zone euro au cours de la seconde moitié des années 1990. Il apparaît donc que le déficit public ne se justifie pas vraiment dans la mesure où le Portugal ne souffre pas prioritairement d'une insuffisance de demande interne. Malheureusement, l'ajustement budgétaire effectué au début des années 2000 s'est traduit par une réduction de l'investissement public, qui est pourtant un déterminant important de la croissance.

L'Italie, on l'a vu, a un déficit de l'ordre de 3 %. Comme en France, la demande interne italienne a ralenti en 2001 et 2002, sans pour autant être négative comme en Allemagne. Elle se redresse en 2003. Il reste que l'économie italienne est structurellement plus inflationniste que ses grands voisins. Les contraintes d'offre sont probablement plus fortes du fait que l'Italie du Nord est proche du plein emploi. Dans ces conditions, une politique budgétaire de stimulation de la demande comporterait des risques.

Au cours de la seconde moitié des années 1990, les Pays-Bas ont connu une croissance très forte qui leur a permis d'arriver au plein emploi. À partir de 2000, l'économie néerlandaise est passée en surchauffe: les prix ont fortement accéléré. Le revenu des ménages a continué à croître très fortement, et la compétitivité des Pays-Bas



s'est nettement dégradée. Compte tenu de la forte ouverture de l'économie néerlandaise (les exportations représentaient 64 % du PIB en 2002, 42 % si l'on exclut les réexportations), le rétablissement de la compétitivité était une priorité, qui justifiait la mise en place d'une politique de rigueur. Cependant, aujourd'hui, le niveau d'endettement des agents privés est tel que la demande privée a une croissance négative. La poursuite d'une politique budgétaire très récessive n'est probablement plus justifiée.

## Convergence vers la neutralité

Finalement, les politiques budgétaires des États-Unis, de la zone euro, du Japon et du Royaume-Uni convergent vers des politiques budgétaires à peu près neutres à l'horizon 2004.

Compte tenu des difficultés conjoncturelles fortes qui touchent l'ensemble des pays, et des annonces de réformes structurelles, la France devrait éviter que le processus de sanctions à son égard soit enclenché par l'exécutif européen. Quoiqu'il en soit, l'éventuelle mise en œuvre de sanctions reste une décision politique prise par le Conseil Ecofin<sup>7</sup> à la majorité qualifiée et rien n'empêcherait que ce dernier, sur la base d'une analyse économique de la situation, rejette une recommandation de sanction si elle était finalement décidée par la Commission<sup>8</sup>. Il reste que pour 2004, l'OFCE prévoit des déficits à nouveau supérieurs d'environ un point de PIB au seuil du Pacte de stabilité en Allemagne et en France et le dépassement de ce seuil par l'Italie. Les débats politico-économiques sur les déficits publics ne sont donc pas prêts de s'éteindre...

7. Ministres des finances de l'Union européenne.

8. Rappelons que le Conseil Ecofin a déjà rejeté une recommandation de la Commission concernant l'application du Pacte de stabilité: le 12 février 2002, le Conseil a refusé d'approuver la recommandation de la Commission en faveur d'un avertissement précoce à l'Allemagne et au Portugal.

## Politiques monétaires: chacun cherche son style

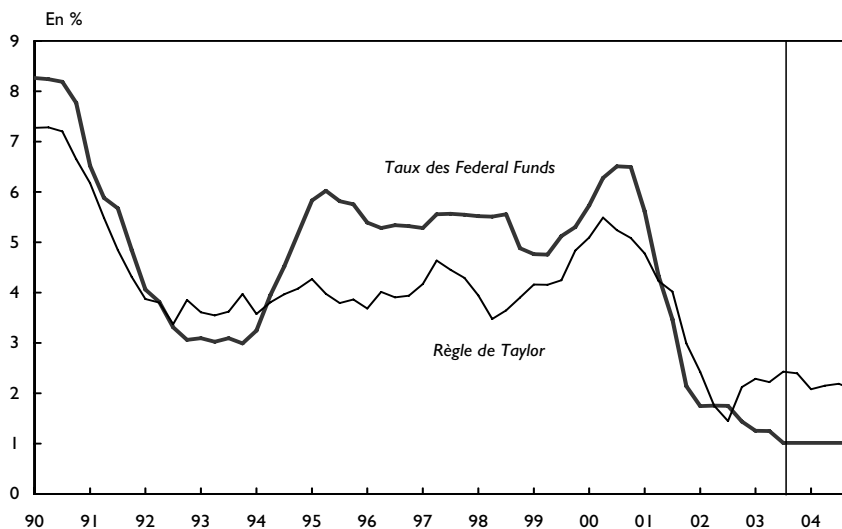
### Orientation générale des conditions monétaires

Depuis le début de l'année 2003, la conduite et la lisibilité des politiques monétaires ont été mises à l'épreuve. La fin officielle du conflit en Irak (1<sup>er</sup> mai) n'ayant pas été immédiatement suivie d'un rebond convaincant des indicateurs conjoncturels, l'optimisme de façade a d'abord laissé place à un pessimisme avéré. L'amélioration pendant l'été des perspectives de croissance a permis le retour d'un optimisme prudent. À l'automne 2003, les banques centrales jugent équilibrés les risques sur la croissance. Ces revirements d'opinion ont été gérés différemment selon les banques centrales. Ces différences portent sur le *tempo* et l'ampleur des baisses de taux mais aussi sur la stratégie de communication.

La Réserve fédérale a procédé par petites touches, précisant sa politique au fil des mois, principalement par le biais des communiqués de presse issus des FOMC (*Federal Open Market Committee*). Elle a commencé par distinguer, dans celui du 6 mai, l'équilibre des risques pesant sur la croissance de ceux pesant sur l'inflation. Et, à l'époque, le risque que l'inflation ne ralentisse davantage a été jugé plus probable que celui d'une accélération. Le mot de déflation n'avait pas été prononcé, mais la menace planait désormais. Ensuite, le 25 juin, joignant l'acte à la parole, la Réserve fédérale a baissé d'un quart de point le taux des *Federal Funds* (qui se situe désormais à 1 %). Tout en conservant la même formulation quant au risque baissier sur les prix, elle a ajouté qu'il prédominerait vraisemblablement pendant quelques temps. Le 12 août, elle a encore précisé que « dans ces circonstances, le caractère accommodant de la politique pourrait être maintenu durant une période de temps considérable ». Satisfaite de la formule, elle la reprend *textu* dans le communiqué du 16 septembre.

Tout en ne baissant qu'une fois ses taux durant toute cette période et malgré quelques couacs (voir plus bas), la Réserve fédérale a mené une politique expansionniste. Ce que confirme le creusement de l'écart, depuis la fin 2002, entre le taux des *Federal Funds* et ce que suggère une règle de Taylor (graphique 7). La Réserve fédérale a aussi convaincu qu'elle continuerait de le faire pendant un certain temps encore.

## 7. Règle de Taylor aux États-Unis \*



\* La règle de Taylor est la suivante :  $i = 2 + \bar{p} + 0,5(p - 2) + 0,5gap$  avec  $i$  le taux des *Federal Funds* ;  $2$  le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période ;  $\bar{p}$  l'inflation, en glissement sur an, mesurée par le déflateur du PIB ;  $(p - 2)$  l'écart de l'inflation à la cible implicite de 2 % de la Réserve fédérale ;  $gap$  l'écart au potentiel (tel que mesuré par l'OCDE).

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

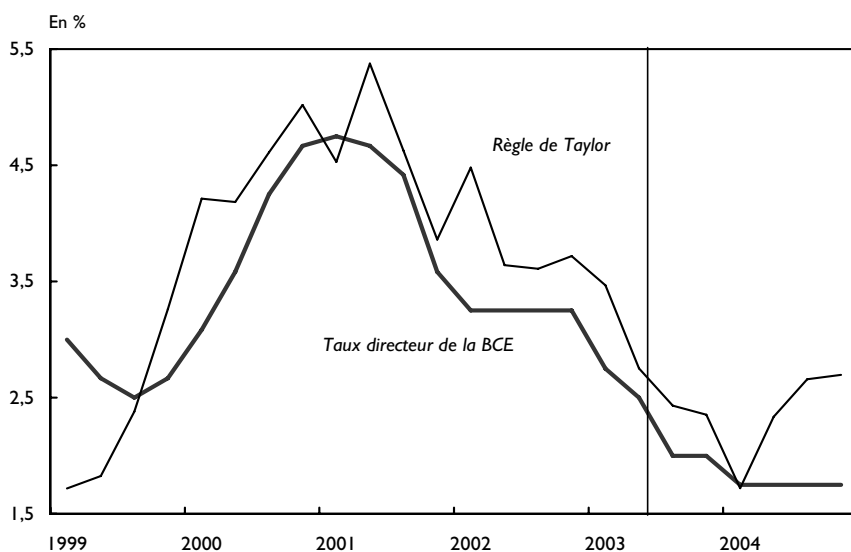
La Banque d'Angleterre a une réactivité aux évolutions de la conjoncture qui n'est pas sans rappeler celle de la Réserve fédérale, tout en étant plus directe dans sa communication<sup>9</sup>. Elle n'en surprend pas moins les marchés, mais ses communiqués sont clairs sur la cohérence de ses gestes avec les fondamentaux macroéconomiques britanniques. La baisse du 10 juillet (de 0,25 point, portant le taux directeur à 3,5 %) s'inscrit complètement dans ce cadre.

Du côté de la BCE, l'approche est à la fois directe, sans circonvolements (caractéristiques des discours de Greenspan), et rigide, malgré les éclaircissements de sa stratégie en mai 2003 (inversion dans l'ordre de priorité des deux piliers et redéfinition de la cible d'inflation). Ses baisses de taux, dont la dernière de 0,5 point, le 5 juin, a porté le taux directeur à 2 %, sont assorties d'un discours peu cohérent. Celui-ci est en effet prisonnier du pilier monétaire et d'une cible d'inflation autour de 2 %, de l'absence de coordination avec la politique budgétaire et de la diversité des situations nationales. Elles ne traduisent pas une politique résolument expansionniste<sup>10</sup>. Il y a deux manières d'interpréter le fait que le taux directeur de la BCE suive plutôt bien ce que suggère une règle de Taylor : gage de crédibilité ou marque de rigidité (graphique 8). En l'occurrence, et bien que, d'après la règle, la politique monétaire semble adaptée, c'est l'image de rigidité qui est la plus visible.

9. Une raison en est qu'elle profite d'une marge de baisse des taux bien plus importante.

10. Partant de 4,75 %, il y en a eu 7 depuis 2001, contre 12 côté américain.

8. Règle de Taylor dans la zone euro \*



\* La règle de Taylor est la suivante :  $i = 2 + \hat{p} + 0,5(\hat{p}-2) + 0,5gap$  avec  $i$  le taux directeur de la BCE ; 2 le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période ;  $\hat{p}$  l'inflation, en glissement sur an, mesurée par l'IPCH ;  $(\hat{p}-2)$  l'écart de l'inflation à la cible de 2 % de la BCE ;  $gap$  l'écart au potentiel (tel que mesuré par l'OCDE).  
Sources : Eurostat, OCDE, calculs et prévisions OFCE.

De l'avis de Duisenberg, le niveau actuel des taux est « approprié ». Il faut comprendre par cette expression qu'il n'y aura pas dans les mois à venir de nouvelle baisse (ni de hausse). Cette expression, en surface similaire à celle utilisée par la Réserve fédérale, est un faux-semblant. Elle est le résultat d'un consensus délicat entre les pragmatiques (gardiens du premier pilier) et les monétaristes (gardiens du deuxième pilier). La vive progression de la masse monétaire (bien au-delà de la bande de fluctuation autorisée) est la conséquence d'une préférence forte pour la liquidité et n'est pas problématique dans une phase de croissance faible. Mais si elle persistait en même temps que la croissance s'affermirait, des pressions inflationnistes se développeraient, obligeant la BCE à tendre sa politique. Pour les monétaristes, il n'est donc pas nécessaire aujourd'hui de plus jouer avec le feu en envisageant de nouvelles baisses de taux. Les pragmatiques, au contraire, ont l'œil sur la croissance et ses faiblesses et considèrent qu'il faut laisser la porte ouverte à de nouvelles baisses.

La Banque du Japon, face à l'enlèvement du pays dans la déflation, ne dispose et n'utilise pas les mêmes outils que les autres banques centrales. Le taux directeur est maintenant quasi-nul depuis 2 ans. La politique quantitative, récemment montée en régime, a du mal à mordre sur les prix. Malgré la forte croissance du PIB au premier

semestre 2003, elle n'est pas encore parvenue à casser les anticipations déflationnistes. Une raison en est une stratégie de communication défailante, en partie à cause du manque de coordination avec la politique budgétaire et, plus généralement, avec la mise en œuvre des réformes structurelles. Néanmoins, l'arrivée de la nouvelle équipe autour du gouverneur Fukui suscite quelques espoirs.

Du fait des changements dans la parité euro-dollar, les évolutions des conditions monétaires aux États-Unis et dans la zone euro forment un ciseau net (graphique 9). Depuis début 2002, les États-Unis bénéficient à la fois de la dépréciation de leur monnaie et de l'assouplissement de la politique monétaire, mais, dans la zone euro, l'appréciation de l'euro fait plus que contrer le bas niveau des taux d'intérêt réels. Le durcissement des conditions monétaires y est net, tandis que les États-Unis profitent au contraire d'une importante détente. On a là une des clés du différentiel de croissance entre les deux zones.

#### 9. Indicateur de conditions monétaires \*

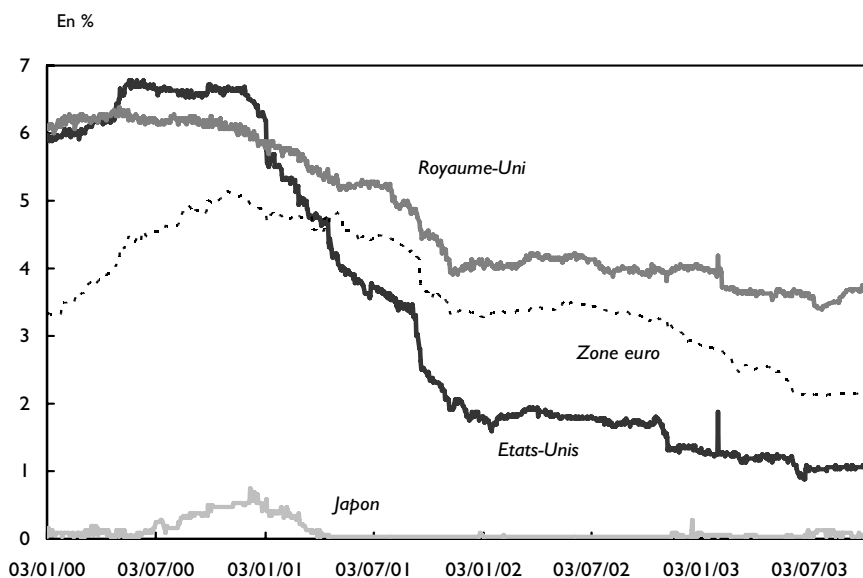


\* L'indicateur de conditions monétaires combine l'écart entre le taux d'intérêt mixte réel et la croissance potentielle et l'évolution du taux de change effectif réel par rapport à son niveau moyen. L'indicateur pour la zone euro est ensuite recalé sur l'indicateur américain, puis les deux indicateurs sont rebasés en 1999 = 100. Une augmentation (diminution) de l'indicateur signifie un durcissement (assouplissement) des conditions monétaires.  
Sources : BEA, Réserve fédérale, BLS, OCDE, Eurostat, calculs et prévisions OFCE.

## Politique monétaire et *risk management*

En l'espace de quelques mois, certains canaux de transmission de la politique monétaire (prix des actions, anticipations, crédit aux entreprises), précédemment inefficaces pour cause d'aversion au risque, sont redevenus opérationnels. À l'automne 2003, même si cela reste fragile, pour la première fois depuis l'éclatement de la bulle en mars 2000, conditions financières et monétaires sont donc orientées dans le sens de la détente. L'aversion au risque s'est progressivement dissipée grâce au maintien des taux d'intérêt à un bas niveau (graphique 10). La recherche de rendements plus élevés s'est faite plus active, poussant encore un peu à la baisse les taux obligataires privés et à la hausse la Bourse. L'accès aux marchés de capitaux s'en trouve facilité et les entreprises répondent « présent ». Par ailleurs, le pourcentage de banques prêtes à tendre leurs conditions de prêts est de plus en plus réduit. Si la situation est nouvelle pour les entreprises, elles ont néanmoins déjà profité de la baisse des taux pour restructurer et stabiliser le service de leurs dettes. Quant aux ménages, américains en particulier, ils continuent de profiter d'une situation qui leur est favorable. Au contraire des entreprises, ils ont continué de s'endetter pour « mieux » consommer et investir, sans que le service de cette dette n'augmente.

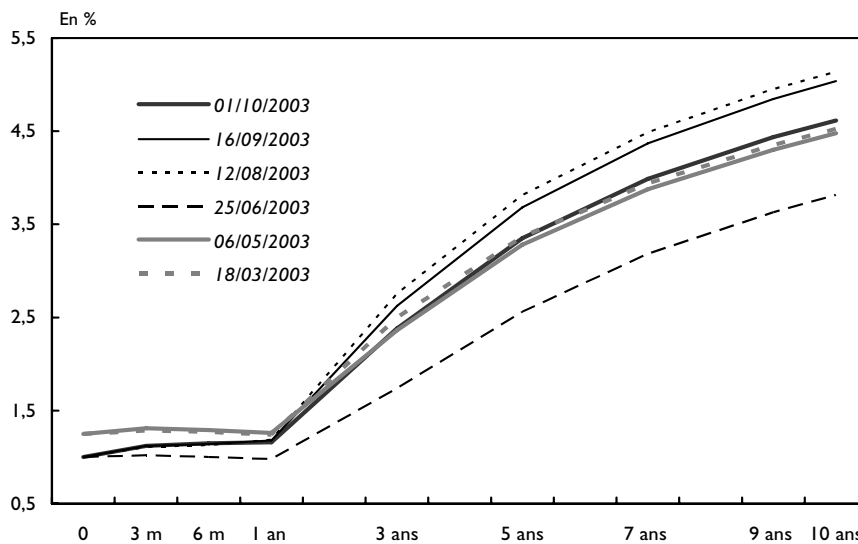
10. Taux d'intérêt nominaux à 3 mois



## Des effets sur les anticipations...

Le maintien des taux d'intérêt à un bas niveau, à la fois sur les échéances courtes et longues, est la conséquence directe de la politique monétaire américaine. Pour lutter contre le risque de déflation, la Réserve fédérale a cherché à influencer les anticipations des marchés pour forcer un aplatissement de la courbe des taux (graphique 11). En apparaissant très soucieuse de l'enclenchement probable d'une situation déflationniste, en annonçant une politique monétaire durablement accommodante (au sens traditionnel), voire l'utilisation d'outils non conventionnels (par exemple l'achat en grande quantité de titres publics), la Réserve fédérale a stimulé les achats de titres publics et fait baisser les taux longs. Les investisseurs ont joué le jeu, recherchant à la fois le risque zéro immédiat et les plus-values futures. La bulle ainsi créée sur le marché obligataire public a entretenu la normalisation des taux d'intérêt sur le marché obligataire privé (par rapport à leur point haut de 2000).

11. Courbe des taux aux États-Unis

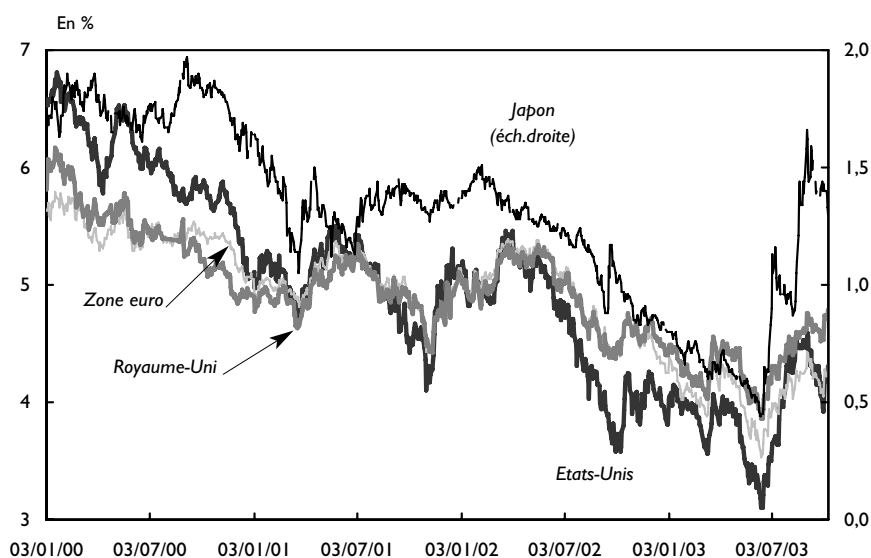


Note : les dates correspondent aux dates des 5 derniers FOMC, celle du 1er octobre au dernier point disponible.  
Source : Datastream.

Cette stratégie a été assez efficace d'avril à la mi-juin. Mais c'était sans compter sur la susceptibilité des marchés. À cette époque, la Réserve fédérale a adopté un discours moins pessimiste en ne mentionnant plus la possibilité d'utiliser des outils non conventionnels, au profit d'un renforcement de l'approche conventionnelle. Lorsque ce discours a été conforté, le 25 juin, par la baisse de 0,25 point, au lieu de 0,5 attendu, les marchés se sont sentis « trahis ». Ils avaient

« acheté » un discours, et celui-ci était modifié sans prévenir! Leur surajustement à la baisse (qui avait poussé les taux longs à des niveaux historiquement bas) a donné suite à une violente correction à la hausse (graphique 12). La Réserve fédérale a peut-être pêché par souci de transparence, mais les marchés ont vraisemblablement manqué aussi de discernement. À tort *bullish*s sur le marché obligataire public, les investisseurs devaient corriger leurs positions, la tonalité différente du discours de la Réserve fédérale impliquant que les taux longs publics ne baisseraient pas beaucoup plus. Le délestage de titres publics a été massif, il a contaminé le marché des obligations privées, et les marchés européens.

12. Taux d'intérêt nominaux publics à 10 ans

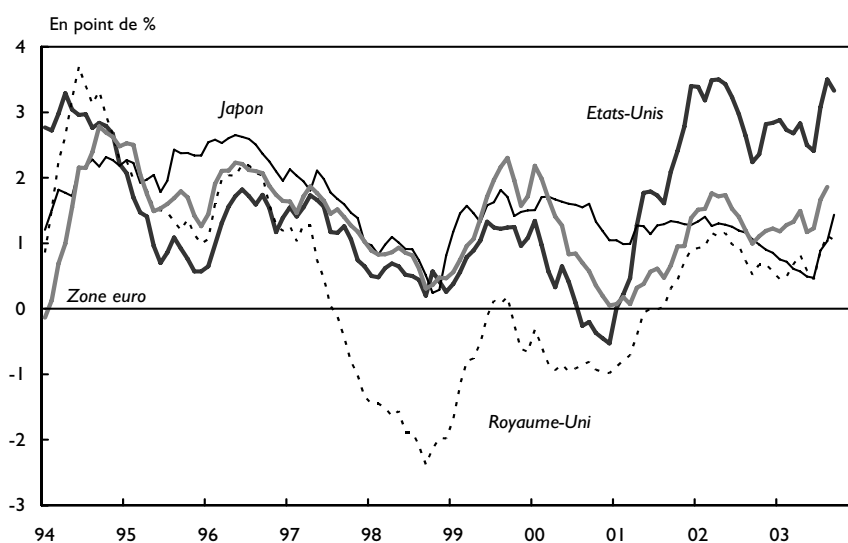


Sources : Global Insight.

La hausse des taux que ce délestage a provoqué a ensuite été entretenue pour une bonne raison, celle de perspectives de croissance meilleures. Les marchés obligataires se sont ainsi ralliés aux marchés d'actions, ceux-ci anticipant depuis plusieurs mois déjà la reprise de l'activité. Fin juillet, les taux longs américains repassaient au-dessus des taux européens. À 4,5 % fin août, les taux longs nominaux étaient de plus d'1 point supérieurs à leur niveau de la mi-juin (3,1 % pour les taux américains, 3,5 % pour les taux européens), mais cela restait bas pour des taux longs. Et surtout, ils retrouvaient ainsi un niveau cohérent avec les anticipations d'une reprise de la croissance. Si l'on en croit la valeur prédictive de l'écart de taux (10 ans – 3 mois), avérée pour les États-Unis, une telle reprise est bien en route (graphique 13).



## 13. Écart de taux nominaux 10 ans - 3 mois



Sources : Global Insight, calculs OFCE.

### ... au *risk management*

Face à cette réaction des marchés obligataires, qui allait contre son objectif, la Réserve fédérale a procédé à quelques réglages fins dans son discours, visibles dans les communiqués issus des FOMC mais surtout dans sa plaidoirie de la conduite de la politique monétaire en environnement incertain. Le *risk management* appliqué à la politique monétaire était né :

« Par cela, j'entends que les autorités monétaires doivent prendre en considération non seulement la trajectoire future de l'économie la plus probable mais aussi les diverses probabilités d'occurrence de cette trajectoire. Cela implique d'avoir un jugement sur les probabilités, les coûts et les bénéfices des divers effets possibles des choix alternatifs de politique. [...] Ces considérations ont poussé les membres de la Réserve fédérale à poursuivre des politiques limitant le risque de déflation même si le scénario central de la plupart des modèles de prévision conventionnels n'était pas celui-là »<sup>11</sup>.

Ce relookage de la politique monétaire a deux conséquences. Pratiquement, la règle de Taylor n'a plus grand sens puisqu'elle ne correspond qu'à une orientation parmi d'autres de la politique monétaire et que le taux d'intérêt peut donc s'en écarter. Sur le plan

11. Alan Greenspan, « Monetary Policy under Uncertainty », remarques au symposium organisé par la Réserve fédérale de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 29 août 2003.

théorique, cela vide aussi de son sens le débat classique sur *rules versus discretion* puisque la Banque centrale américaine se donne la possibilité de passer d'un choix à l'autre pour répondre au mieux à l'état de l'économie.

## Ressemblances et dissonances

Le point de départ de ce discours en termes de *risk management* est la contrainte du taux zéro. La Banque du Japon y est directement confrontée. Pour la Réserve fédérale, c'est tout comme : à 1 %, il ne reste guère de marge de manœuvre, surtout si l'inflation sous-jacente venait à ralentir encore plus. Or, compte tenu de sa vraisemblable surestimation, elle serait déjà proche de la stabilité (contre 1,5 %, mesuré en glissement annuel). Et dans la mesure où l'économie américaine est déjà soumise à des pressions désinflationnistes importantes (dues aux excès de capacités et à une concurrence féroce), tout choc exogène est susceptible de la faire basculer en déflation. Et une spirale déflationniste est plus coûteuse en termes de bien-être que l'émergence de pressions inflationnistes <sup>12</sup>.

Réserve fédérale et Banque du Japon sont donc sur la même longueur d'onde, menant un combat similaire : désancrer les anticipations dé(sin)flationnistes. Et d'après la littérature récente, la politique monétaire n'est justement pas complètement démunie si ses taux directeurs sont proches de zéro. Elle dispose d'un autre canal de transmission, particulièrement adapté au cadre d'une politique quantitative : l'action sur les anticipations relatives à l'orientation future de la politique monétaire. Cela semble avoir marché pour la Réserve fédérale. C'est une piste à explorer pour la Banque du Japon. Et la hausse des taux longs japonais (jusqu'à 1,7 % début septembre), pourrait être le signal tant attendu. Simultanée à celle des taux américains et européens, elle a salué la coïncidence entre la vague générale d'optimisme et les bons chiffres de la croissance japonaise du deuxième trimestre. Comme aux États-Unis, les marchés obligataires japonais se sont ralliés à la cause du marché des actions (le Nikkei est en hausse de 30 % entre début mai et fin septembre). Cela a stimulé la recherche de rendements plus élevés et donc la vente de titres publics au rendement ridicule.

En revanche, Réserve fédérale et BCE sont en opposition de phase, en n'attribuant pas la même probabilité aux deux risques inflation-déflation. En particulier, une inflation à 2 % ne signifie pas la même chose pour elles. La Réserve fédérale, pour les raisons exposées, juge le risque de déflation malvenu et suffisamment probable pour avoir

12. Bien qu'on n'en parle peu, c'est aussi une situation probable si la croissance venait à vraiment s'accélérer, du fait de l'excès de liquidités présent.

déjà engagé une action contre. La BCE, focalisée sur sa cible d'inflation à 2 % et gênée par les diversités nationales, ne lui a jamais accordé la même attention. Et pourtant, elle aurait dû (et devrait encore), le risque de déflation étant estimé élevé en Allemagne, pays le important de la zone (encadré 4).

#### 4. Faut-il craindre la déflation ?

En dépit du fait qu'on peut trancher entre une « bonne » déflation (provenant du progrès technologique ou de gains de productivité) et une « mauvaise » (provoquée par un choc récessif comme l'éclatement d'une bulle boursière)<sup>1</sup>, toute déflation prolongée conduit à une redistribution du revenu des débiteurs au profit des créanciers, déprime la demande et, compromettant la solvabilité des débiteurs, met à mal les intermédiaires financiers (Kumar, 2003<sup>2</sup>).

Une fois installée, la déflation est difficile à éradiquer. Parce que la politique monétaire devient inefficace et les anticipations déflationnistes s'ancrent, la déflation s'accroît. Les consommateurs attendent que les prix baissent pour acheter et les entrepreneurs n'investissent pas car la demande est faible. La rigidité des salaires nominaux induit une baisse des profits, qui fait chuter la production et augmenter le chômage. La charge réelle de la dette augmente, déprimant la consommation et multipliant les faillites. L'impuissance de la politique monétaire découle de la trappe à liquidités : le taux nominal étant nul, toute injection de liquidités est thésaurisée par les opérateurs (voir Krugman, 1998, pour une version moderne de l'argument de Keynes<sup>3</sup>). La seule sortie consiste à agir sur les anticipations, en fixant une cible d'inflation crédible. La Banque centrale doit alors recourir à une politique monétaire non conventionnelle, en achetant des titres à long terme et en modifiant la composition de son portefeuille, pour faire remonter les prix. La relance budgétaire peut aussi stimuler la demande interne. Une politique de cible du taux de change peut également fonctionner en stimulant la demande extérieure (Svensson, 2000 et NBER, 2003<sup>4</sup>).

L'expérience récente enseigne que ces politiques fonctionnent mieux si elles sont appliquées dès que la déflation peut être anticipée. Mais comment anticiper la déflation ? Aux premières heures de la déflation au Japon, on continuait de prévoir une inflation positive.

Le ralentissement de l'inflation n'est pas un symptôme déflationniste en soi. Ce sont plutôt les écarts de production importants, la perte de confiance des entreprises et des consommateurs et la fragilité du secteur financier qui doivent mettre en garde. Ces éléments peuvent transformer une baisse temporaire des prix en spirale déflationniste durable. Les prix méritent cependant l'attention des gouvernements, une inflation d'1 % pouvant masquer des variations négatives des prix. On considère que, par exemple, aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation est surévalué d'environ 1 point de pourcentage (FMI, 2003<sup>5</sup>) ; au Japon, d'un demi-point de pourcentage (Ariga et Matsui, 2003<sup>6</sup>).

Quels sont aujourd'hui les risques de déflation au niveau mondial? Le Japon est entré en déflation en 1998. Malgré la récente croissance du PIB japonais, le processus déflationniste ne s'est pas encore inversé. Les prix à la consommation ont ralenti leur baisse et les taux longs sont remontés, mais la déflation est difficile à éradiquer. Elle est alimentée par la lenteur des réformes structurelles et la faiblesse de la consommation privée, qui souffre de la baisse de son pouvoir d'achat (baisse des salaires réels, dépression des prix de l'immobilier). En Asie, la déflation s'est installée aussi en Chine, à Hong Kong et à Taïwan. La déflation chinoise est provoquée par les gains de productivité. Le risque qu'elle se propage au reste du monde par le commerce extérieur est limité, la flexibilité des taux de change amortissant les pressions déflationnistes. Vis-à-vis des États-Unis, le taux de change chinois est fixe.

Aux États-Unis, bien que l'éclatement de la bulle boursière ait éveillé le danger de déflation, la dépréciation du dollar, la reprise des investissements productifs, la ténacité de la consommation privée ainsi que le clair message anti-déflationniste transmis par les autorités monétaires, repoussent le risque d'une déflation.

Dans la zone euro, le ralentissement de l'inflation, couplé à celui de l'activité, à la montée du chômage et aux faibles marges de manœuvre budgétaire, pourrait faire redouter la déflation. Mais on est encore loin d'un scénario déflationniste. Le seul pays de la zone euro où le danger de déflation est le plus palpable est l'Allemagne, qui ajoute aux facteurs de risque communs à la zone la fragilité de son secteur bancaire. Le redémarrage de la croissance ancré dans nos prévisions relâcherait les tensions déflationnistes.

1. Pour plus de détails sur le processus déflationniste et l'histoire de la déflation, voir Le cercle des Économistes, 2003 : « Déflation : Quel danger? Quelles protections? », Cahier n° 1, mars.

2. Kumar, M. S., 2003 : « Deflation the New Threat? », *Finance and Development*, juin.

3. Krugman, P. R., 1998 : « It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1998, n° 2.

4. Svensson, L. E. O., 2000 : « The zero bound in an open-economy: a foolproof way of escaping from a liquidity trap », *NBER Working Paper*, n° 7957. NBER Reporter, 2003 : « Liquidity Traps, Policy Rules for Inflation Targeting, and Euro-System Monetary Policy Strategy », hiver.

5. FMI, 2003 : « Deflation, Determinants, Risks and Policy Options », findings of an Interdepartmental Task Force, 30 avril.

6. Ariga, K, et K. Matsui, 2003 : « Mismeasurement of the CPI », *NBER Working Paper*, n° 9436, janvier.

## Prévisions pour 2003 et 2004: la prudence est de mise

Bien que corrigeant un surajustement à la baisse, la brutale remontée des taux d'intérêt longs nominaux entre la mi-juin et le début septembre a d'autant plus inquiété qu'elle était susceptible de casser le mouvement de reprise sur lequel elle était pour partie bâtie: en rendant insoutenable l'endettement des ménages; en réduisant la rentabilité des nouveaux projets d'investissement; en déstabilisant les progrès récents des banques japonaises en termes d'apurement des

mauvaises créances. Au cours du mois de septembre, la reprise de l'activité est apparue encore fragile. Combiné aux efforts de communication de la Réserve fédérale, cela a eu pour effet d'essouffler la hausse des taux, sur l'ensemble des marchés, qui ont ainsi perdu environ la moitié de ce qu'ils avaient gagné. L'horizon s'en trouve éclairci, mais les banques centrales devront continuer de se montrer vigilantes. Réserve fédérale en tête, chaque banque centrale fera montre d'un maximum de prudence mais chacune avec son style propre.

La Réserve fédérale n'a aucune raison de monter son taux directeur d'ici la fin 2004. D'une part, son discours est crédible. D'autre part, sous couvert d'une inflation stable, comme l'écart de production ne se referme pas, les pressions désinflationnistes ne se dissipent pas. Relativement à ce que suggère une règle de Taylor, la politique monétaire resterait donc durablement accommodante. Ce n'est pas une situation si exceptionnelle. Au début des années 1990, la Réserve fédérale avait également mené une politique longtemps accommodante (pour soutenir l'économie en phase de reprise et sous le coup de la crise des *Savings and Loans*), avant de brutalement la resserrer début 1994 face au risque inflationniste, provoquant alors un krach obligataire<sup>13</sup>. Il s'agit aujourd'hui d'éviter de reproduire cette situation. La Réserve fédérale ne peut empêcher toute remontée des taux longs (qui réagissent également à la croissance et aux évolutions du déficit budgétaire), mais toute remontée est bornée par la persistance des pressions désinflationnistes. Partis de 4,2 % au troisième trimestre 2003, ils termineraient l'année 2004 à 4,9 %. Le durcissement des conditions monétaires resterait limité, malgré aussi l'appréciation du dollar, et ne constituerait pas vraiment un frein à la croissance.

La BCE profiterait de l'absence de tension inflationniste pour desserrer d'un quart de point sa politique début 2004. Une telle baisse suit parfaitement ce que suggère une règle de Taylor. En revanche, en maintenant pour le reste de l'année son taux directeur à 1,75 %, la BCE s'en écarterait assez nettement, conférant alors à sa politique un caractère plutôt accommodant. Quant aux taux longs européens, ils resteraient connectés sur les taux américains, le risque étant qu'ils aillent trop haut par rapport à la croissance européenne. Partis de 4,1 % au troisième trimestre 2003, ils termineraient l'année 2004 à 4,6 %. Malgré la dépréciation anticipée de l'euro, les conditions monétaires se détendraient donc peu et ne constitueraient pas un réel soutien à la croissance. Cela explique une partie de la persistance du différentiel de croissance avec les États-Unis.

Bien que le discours de la BCE soit de dire que le niveau actuel de l'euro n'a pas d'influence sur la conduite de la politique monétaire, la réalité n'est pas si simple. Une dépréciation de l'euro est plutôt

13. Les taux longs étaient passés de 5,8 % en janvier à 8 % en novembre 1994.

une bonne chose pour la croissance européenne (c'est même une condition nécessaire). Et elle libère une partie de la pression qui pèse sur la BCE pour soutenir la croissance (à peine supérieure au potentiel à la fin 2004). Mais, inversement, elle peut gêner la BCE en important de l'inflation. Lorsque l'on prévoit que la BCE ne relève pas son taux directeur d'ici la fin 2004, il est donc implicitement fait l'hypothèse qu'elle privilégie le soutien à la croissance au contrôle strict de l'inflation<sup>14</sup>.

La Banque d'Angleterre, fidèle à son style réactif, resserrerait d'un demi-point sa politique au second semestre 2004. Elle annulerait ainsi les deux baisses précédentes et ramènerait son taux directeur à 4 %. Cela correspond à une politique monétaire neutre relativement à une règle de Taylor. Et cela permet la poursuite en douceur de la décélération des prix de l'immobilier. Les taux longs britanniques remonteraient un peu plus haut que leurs homologues américains (jusqu'à 5 %), n'étant pas freinés par les mêmes préoccupations au niveau de l'évolution des prix.

La Banque du Japon pourrait aussi créer la surprise, les conditions étant réunies pour un durcissement de sa politique (forte croissance de l'économie, ralentissement de la déflation, mesurée par le déflateur du PIB ou même l'indice des prix à la consommation, et hausse de la Bourse). Mais les autorités monétaires japonaises ont annoncé mi-septembre qu'elles ne modifieraient pas leur politique. Tout en maintenant à 27-30 000 milliards de yen (198-220 milliards d'euros) son objectif de réserves du système bancaire, la Banque du Japon s'annonce prête à libérer des liquidités additionnelles en cas d'instabilité du marché. Elle a aussi annoncé qu'elle prolongerait d'un an son programme d'achats d'actions bancaires (mis en place en novembre 2002) par crainte de freiner le rebond de la Bourse. Le profil des taux longs japonais différerait de celui des autres pays. Ils monteraient encore nettement au quatrième trimestre 2003 portés par leurs espoirs quant à une sortie de déflation du Japon, avant de se tasser progressivement juste au-dessus de 1 %, déçus par la poursuite de la déflation et le tassement de la croissance japonaise.

---

14. Lorsque l'euro s'apprécie, comme cela a été le cas au moins jusque fin septembre, c'est exactement la situation inverse qui prévaut. La BCE apprécie l'effet modérateur sur l'inflation sans se soucier de l'effet également modérateur sur la croissance, puisqu'elle juge que le niveau élevé de l'euro, proche de sa moyenne de long terme, n'est pas une « entrave significative » à la croissance européenne.

## Les entreprises sous de meilleurs auspices

Autant aux États-Unis que dans la zone euro, l'année 2003 a été pour les entreprises celle de la levée progressive des contraintes héritées de l'éclatement de la bulle Internet. Confrontées de part et d'autre de l'Atlantique au ralentissement de l'activité et à une forte pression des marchés financiers, les entreprises s'étaient lancées dès 2001 dans un effort de désendettement. Visible dès 2002 dans le redressement des taux d'autofinancement des sociétés non financières tant de la zone euro que des États-Unis, cet effort s'est vu progressivement salué par les marchés financiers dans le courant du premier semestre 2003. Pour autant, l'amélioration des conditions d'investissement est inégale entre les États-Unis et la zone euro. Le redressement des déterminants réels et financiers crée les conditions d'une reprise franche de l'investissement aux États-Unis. Il n'en va pas de même pour la zone euro, où les perspectives d'activité restent moins dynamiques, et où des retards d'ajustement et des contraintes structurelles spécifiques ont pesé sur le redressement de la situation des entreprises. Les évolutions relatives de l'investissement s'en ressentiraient en 2004.

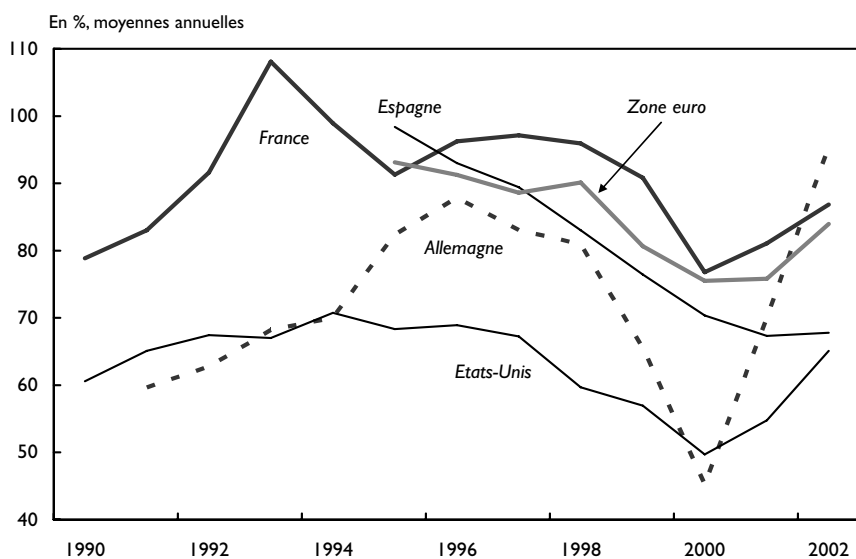
### Une amélioration inégale de la rentabilité des entreprises

À l'automne 2003, un constat s'impose : l'effort de désendettement des entreprises commence à porter ses fruits, mais le redressement de la rentabilité des entreprises engagé depuis 2001 a été d'une ampleur inégale entre les États-Unis et la zone euro.

Alors qu'il avait atteint un niveau historiquement bas en 2000 (graphique 14 et tableau 7), le taux d'autofinancement des sociétés non financières américaines a retrouvé au second trimestre 2003 un niveau quasiment équivalent à celui du milieu des années 1990. Le redressement est conséquent (plus de 22 points entre le point bas du quatrième trimestre 2000 et le second trimestre 2003), et nettement supérieur à celui constaté dans la zone euro.

Ces évolutions mettent en évidence l'inégale ampleur des ajustements opérés, tant sur l'investissement que sur l'emploi. Si l'essentiel du redressement du taux d'autofinancement des sociétés non financières américaines a été permis, autant en 2001 qu'en 2002, par une forte baisse du taux d'investissement (3,6 points sur les deux années cumulées), il s'est aussi accompagné dès 2001 d'une remontée du taux de marge, permise essentiellement par un fort ajustement des effectifs.

#### 14. Taux d'autofinancement des sociétés non financières



Sources : BLS, offices statistiques nationaux, calculs OFCE.

#### 7. Taux d'autofinancement et taux de marge

En %

	2000	2001	2002	SI 2003
<b>Etats-Unis <sup>1</sup></b>				
Variation du taux de marge	- 8,3	2,2	7,7	4,1
Taux d'autofinancement	49,7	54,8	65,1	67,9
<b>Zone euro <sup>2</sup></b>				
Variation du taux de marge	1,6	- 1,5	0,2	0,0
Taux d'autofinancement	75,5	75,8	83,9	
<b>Allemagne <sup>2</sup></b>				
Variation du taux de marge	- 2,0	0,7	2,0	0,6
Taux d'autofinancement	59,5	70,2	95,6	
<b>France <sup>2</sup></b>				
Variation du taux de marge	1,4	- 0,6	- 0,4	- 1,2
Taux d'autofinancement	76,8	81,1	86,9	

1. Sociétés non financières.

2. Sociétés non financières pour le taux d'autofinancement, branches principalement marchandes pour le taux de marge.

Sources : BLS, offices statistiques nationaux, Eurostat, calculs OFCE.

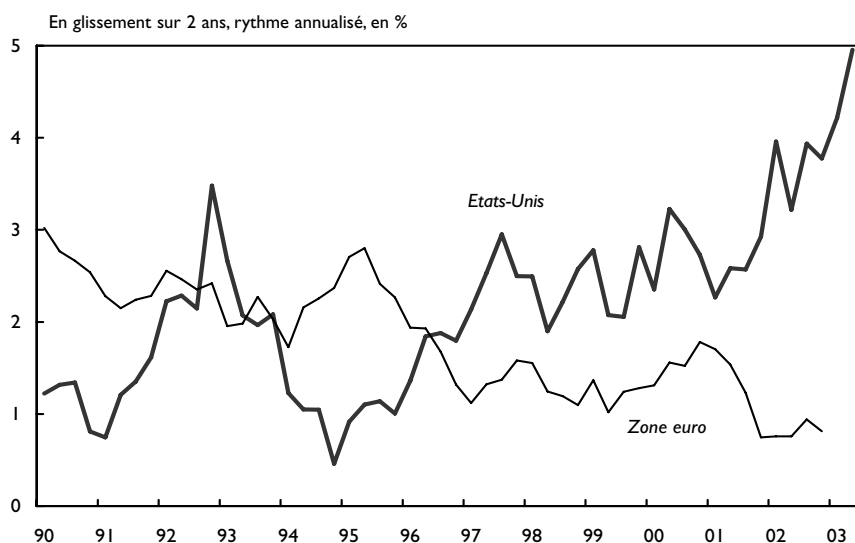


Dans l'ensemble de la zone euro, les ajustements de l'investissement et de l'emploi ont été, en moyenne, d'une moindre ampleur. La remontée du taux de marge des entreprises ne s'est en conséquence enclenchée qu'à partir du début de l'année 2002, elle est restée limitée et s'est interrompue dans le courant du premier semestre 2003.

Ces évolutions globales de la zone masquent des divergences nationales assez marquées, reflétant le jeu cumulé d'erreurs d'anticipation et de facteurs plus structurels. En **Espagne**, la dynamique de rattrapage va de pair avec une inflation soutenue et s'accompagne de conditions monétaires favorables, ce qui permet aux entreprises de bénéficier d'un fort effet de levier d'endettement. À l'opposé, la logique de restauration de compétitivité et la contrainte de taux d'intérêt réels supérieurs à ceux de la zone euro ont conduit les entreprises **allemandes** à engager dès 2001 des ajustements conséquents tant sur l'emploi que l'investissement. Cela leur a permis de dégager en 2002 un niveau de rentabilité économique du capital supérieur à la moyenne des années 1990, et de dégager un taux d'autofinancement élevé au regard de la moyenne des années 1990. Entre ces deux extrêmes, la **France** se distingue par un retard d'ajustement pour beaucoup imputable à une mauvaise appréciation de la reprise engagée en 2002. Dans le cas de l'**Italie**, l'assainissement des entreprises a été rendu difficile à la fois pour des raisons conjoncturelles (du fait des incitations fiscales à l'investissement au second semestre 2002), mais aussi structurelles, surtout dans un contexte de marché du travail tendu dans le Nord, ce qui exerce un frein aux ajustements des effectifs et se répercute sur les coûts salariaux unitaires, pesant sur la compétitivité.

Derrière la restauration modérée de la situation de profits et de financement des entreprises de la zone euro se profile donc le débat sur l'adéquation du *policy mix* à une zone monétaire qui est, par de multiples aspects, loin d'être encore optimale. Cependant, les différences entre la zone euro et les États-Unis ne s'arrêtent pas là. La *jobless recovery* américaine pourrait certes s'avérer plus riche en emplois que les statistiques officielles ne permettent de l'appréhender (encadré 5), elle s'accompagne néanmoins de gains de productivité horaires particulièrement soutenus (graphique 15), notamment dans l'industrie, ce qui est loin d'être le cas dans la zone euro. La croissance des gains de productivité va au-delà du redressement que l'on peut attendre lors d'une phase de reprise. Ces évolutions témoignent certes d'une pression concurrentielle accrue de certains pays asiatiques, notamment la Chine, mais aussi et surtout de la capacité d'adaptation du modèle américain et de la résistance de la « nouvelle économie ». Ces évolutions ont joué pour beaucoup dans le rétablissement de la rentabilité des entreprises américaines et leur ouvrent des perspectives plus favorables que dans la zone euro.

15. Gains de productivité horaire dans la zone euro et aux États-Unis \*



\* Les gains de productivité horaire portent sur le secteur marchand aux États-Unis. Ils sont calculés pour l'ensemble de l'économie pour la zone euro, considérée ici comme l'agrégation des cinq grands pays (Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas).

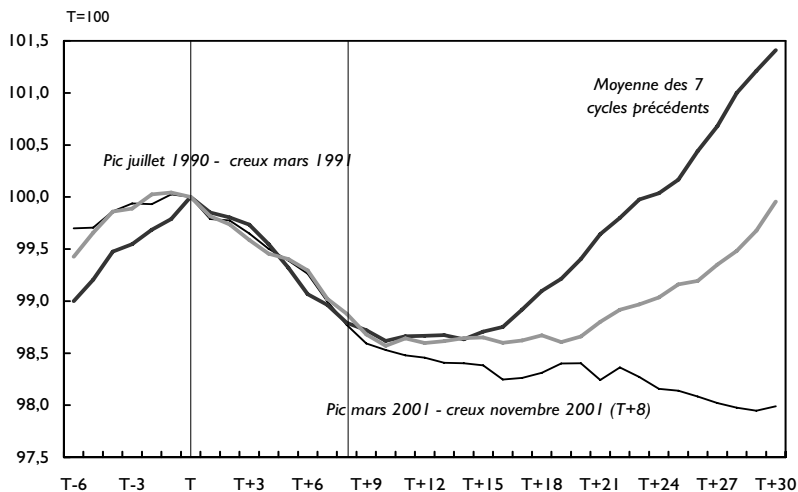
Sources : BLS, offices statistiques nationaux, calculs OFCE.

**5. L'état incertain du marché du travail américain**

La reprise actuelle est, plus encore que celle de 1991, une *jobless recovery* (graphique). Entre novembre 2001 et septembre 2003, selon les données de l'enquête auprès des entreprises, 1 million d'emplois salariés non agricoles ont été détruits. Comparativement, à la même phase du cycle précédent, l'économie en avait créé près d'1,2 million. En revanche, selon les données de l'enquête auprès des ménages, l'évolution du taux de chômage est similaire à celle qu'elle avait été lors de la reprise de 1991, c'est-à-dire une augmentation à un stade avancé du cycle, au lieu d'une baisse, mais sans dérive particulière. Derrière cette progression du chômage, il y a celle de l'emploi total. Ainsi, depuis le creux d'activité, 1,4 million d'emplois auraient été créés selon cette source.

Une partie de l'écart s'explique par la différence de source statistique. L'enquête auprès des ménages couvre l'ensemble des effectifs salariés et non salariés, alors que l'enquête établissements ne collecte des données que pour les effectifs salariés. Or 500 000 emplois non salariés ont été créés depuis novembre 2001, et ne sont donc pas comptabilisés par l'enquête établissements. Mais ce chiffre, même s'il est important, ne comble que marginalement l'écart entre les deux sources, et cet écart persiste lorsque la comparaison est restreinte à un champ comparable (c'est-à-dire celui des effectifs salariés non agricoles). Si l'existence d'un écart, surtout en phase de reprise, est usuelle, son ampleur surprend, laissant perplexes le conjoncturiste quant à l'état réel du marché du travail américain et aussi quant à la vraie tendance des gains de productivité.

Évolution de l'emploi salarié non agricole dans le cycle



Note : le dernier point (T + 30) correspond au point de septembre 2003 pour la récession de 2001 et de janvier 1993 pour la récession de 1990-1991.  
Source : BLS.

Si l'on en croit les données officielles, les gains de productivité horaire dans le secteur marchand se sont exceptionnellement bien tenus dans les différentes phases du cycle (surchauffe, récession, reprise). Les chiffres récents sont peut-être surestimés du fait d'une sous-estimation de la croissance de l'emploi, mais cela ne remet pas sérieusement en cause l'hypothèse d'un rythme tendanciel de la productivité d'au minimum 2,5 % par an (sachant, qu'en moyenne depuis 1996, les gains ont été de 3 % par an), soit un point de plus que pendant les trois décennies précédentes.

E.L. Goshen et S. Potter (2003) proposent une explication structurelle à cette reprise sans emplois<sup>1</sup>. Leur idée est que la récession s'est accompagnée plus que de coutume de destructions d'emplois permanentes et que, de ce fait, les travailleurs concernés mettent plus de temps à retrouver un emploi du fait des reconversions, tandis que les entreprises mettent aussi plus de temps à en créer de nouveaux.

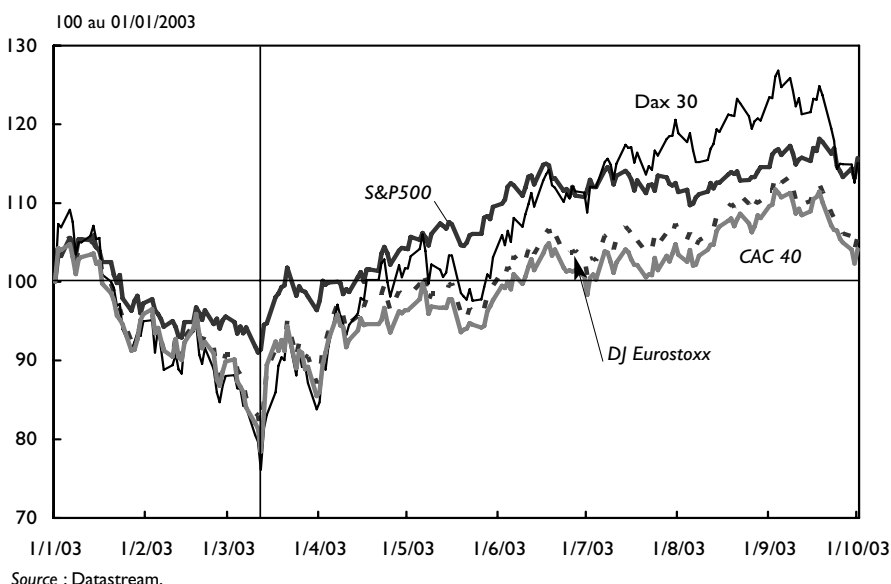
Les évolutions récentes de la durée du travail (à la baisse) et, dans une moindre mesure, celles des demandes d'assurance chômage (soit deux indicateurs avancés du marché du travail) plaident aussi pour une vision assez pessimiste de l'emploi. En revanche, l'indicateur d'offres d'emplois dans les journaux est depuis peu orienté à la hausse; l'emploi intérimaire également. Et même si le pourcentage de personnes pensant qu'il est difficile de trouver un emploi augmente toujours, un mouvement de retour et d'entrée sur le marché du travail est visible depuis le début de l'année.

1. « Has Structural Change Contributed to a Jobless Recovery? », Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, volume 9, n° 8, août 2003.

## Rayon de soleil sur les Bourses...

Le marché des actions a atteint un point bas à la mi-mars 2003. Le rebond technique de la Bourse, amorcé vers la mi-mars avec la levée des incertitudes sur l'intervention militaire des États-Unis en Irak, s'est consolidé avec les anticipations de reprise de croissance, notamment aux États-Unis. La hausse des cours boursiers a entraîné un report des investissements, à partir du mois de juin, du marché obligataire sur celui des actions. De plus, le bas niveau des taux d'intervention des banques centrales a conduit à une injection importante de liquidités dans l'économie, soutenant les placements sur les marchés boursiers. Le renouveau, depuis le début de l'été, des opérations de fusions-acquisitions confirme ce retour d'optimisme. Du point bas de mars à début octobre 2003, le S&P 500 s'est redressé de 27 %, l'Eurostoxx de 32 %, le CAC 40 de 33 % et le DAX de 51 % (graphique I6).

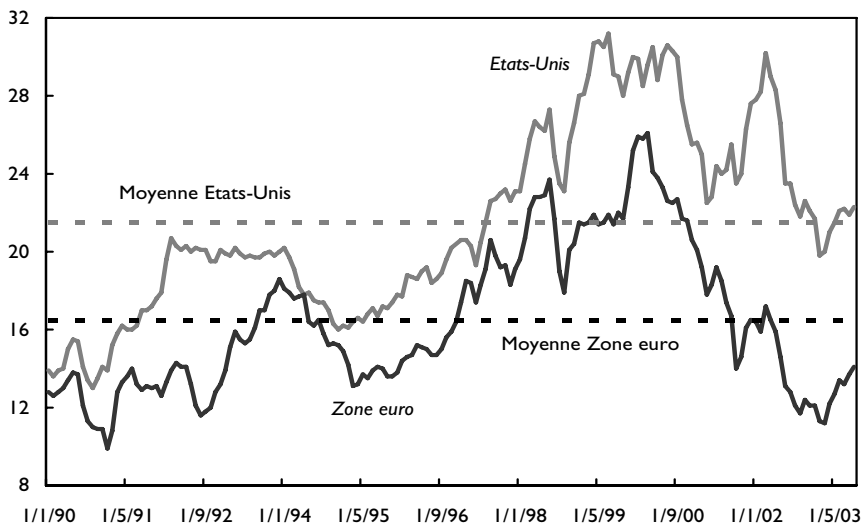
I6. Indices boursiers



Malgré les signaux plus positifs de l'économie américaine, la remontée du marché boursier américain a été inférieure à celle du marché européen. Les différences de PER peuvent en être une des explications. Le PER de la zone euro, même s'il se redresse depuis le point bas de mars 2003, était toujours inférieur à sa moyenne de long terme en septembre (14 contre 16,5) (graphique I7). En revanche, le PER américain est repassé au-dessus de sa moyenne de longue période dès le mois de juin 2003 (22 contre 21,5). Les écarts de PER entre

les États-Unis et la zone euro conduisent à plusieurs interprétations. D'une part, il existe des conditions différentes entre les deux zones: une productivité et une rentabilité économique plus élevées aux États-Unis et des taux d'intérêt réels plus bas conduisent à des anticipations de profits supérieurs aux États-Unis par rapport à la zone euro. Ces perspectives de bénéfices meilleures aux États-Unis, intégrées dans les cours boursiers, augmentent le niveau du PER américain. D'autre part, les actions européennes seraient sous-évaluées au regard de leur PER de long terme. Elles seraient alors dans une phase de rattrapage par rapport aux actions américaines.

## 17. PER \*



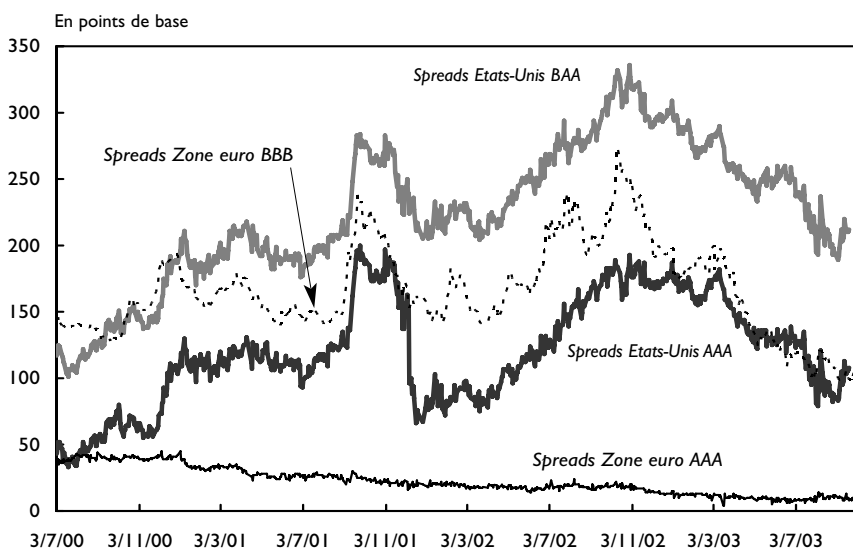
\* Rapport entre le cours d'une action et le résultat net par action. Ce PER, calculé par Datastream, porte respectivement sur l'ensemble du marché boursier américain et sur celui de la zone euro.  
Source : Datastream.

## ...et détente sur les marchés obligataires...

La remontée des cours boursiers s'est accompagnée d'une détente sur les *spreads* d'obligations privées. Ces derniers ont entamé leur décline en octobre 2002 sous les effets du désendettement des entreprises. Cet effort de désendettement a été salué par les marchés obligataires, considérant que la qualité du crédit s'était améliorée, notamment pour les entreprises mal notées.

Entre le point haut d'octobre 2002 et début septembre 2003, les *spreads* d'obligations privées européennes BBB et américaines BAA ont respectivement perdu 185 et 150 points de base (graphique 18).

18. *Spreads* d'obligations privées contre *swaps* d'obligations publiques à 10 ans

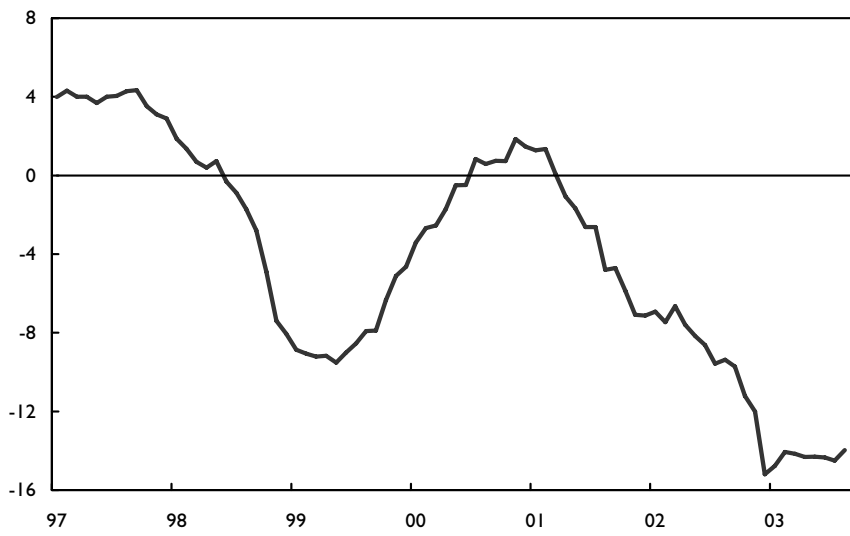


L'amélioration de la qualité du crédit des entreprises liée à leurs efforts de désendettement se perçoit également dans les chiffres de notation Moody's. Les *ratings* d'entreprises ont en effet arrêté de se dégrader depuis le début de l'année 2003 (graphique 19). Cependant, les niveaux restent historiquement bas, ce qui montre encore la fragilité de la situation financière des entreprises.

Depuis la mi-juin 2003, la remontée des taux d'intérêt publics longs a été importante et a contaminé le marché des obligations privées (graphique 20). Cependant, les *spreads* d'obligations privées ont continué à se détendre, les investisseurs préférant malgré tout se positionner sur les obligations à rendement élevé.

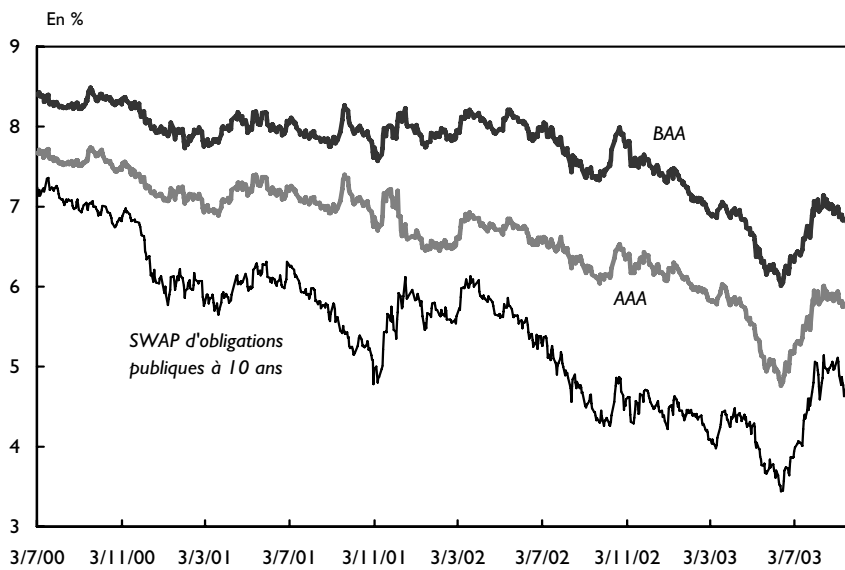
Au cours du mois de septembre 2003, les *spreads* se sont retendus. Les entreprises les moins bien notées ont profité des conditions de crédit favorables pour emprunter. Cette hausse des émissions d'obligations a contrecarré les anticipations des investisseurs sur le désendettement des entreprises, favorisant un redressement des *spreads* obligataires.

19. 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.

20. Taux d'intérêt nominaux aux États-Unis

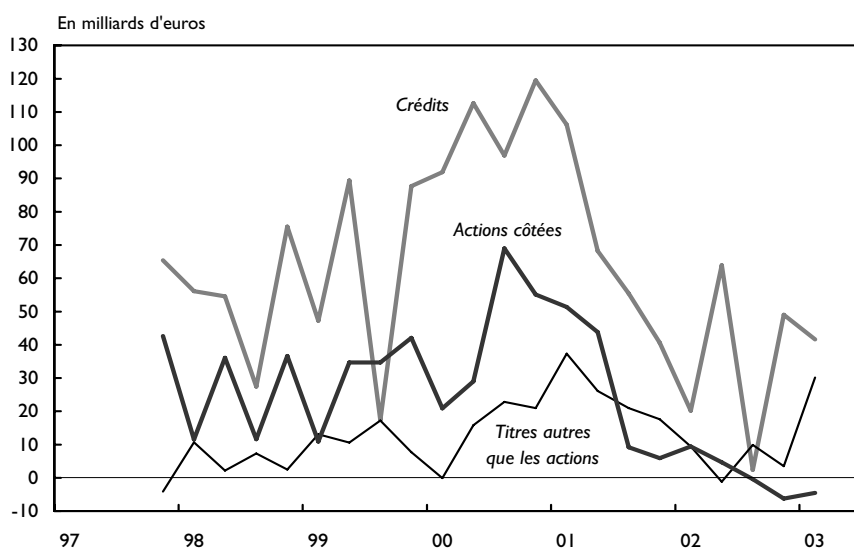


Source : Réserve fédérale.

## ...améliorent les conditions de financement des entreprises

Le redressement des cours boursiers et le desserrement des *spreads* obligataires indiquent que les conditions de financement des entreprises se sont améliorées. Du côté de l'offre de crédits, il semble que la perception du risque par les banques se soit modifiée : selon une enquête de la Réserve fédérale, le pourcentage des banques américaines prêtes à tendre leurs conditions de prêts est de plus en plus réduit. Les entreprises de la zone euro ont profité de cette embellie pour recourir au financement par crédits bancaires à partir de la fin 2002 (graphique 21), profitant pleinement de la baisse des taux entamée en 2001, limitant ainsi les flux d'intérêts versés.

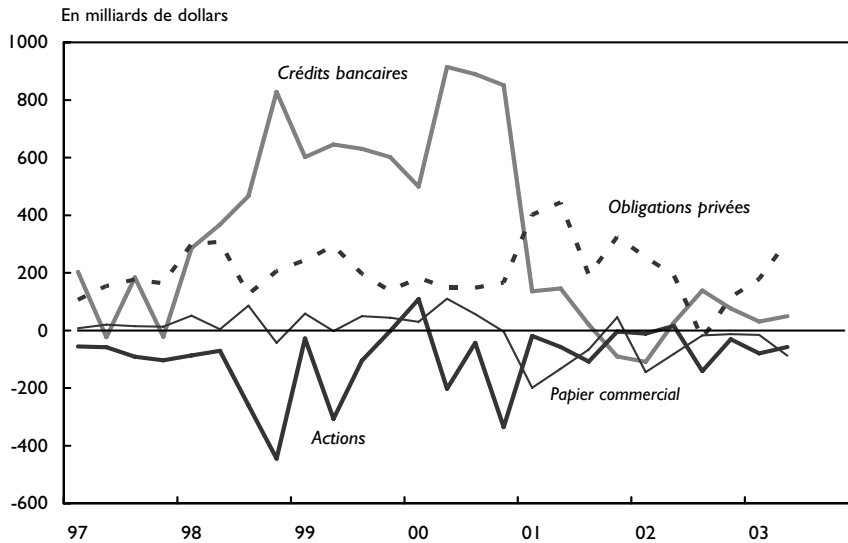
21. Variations nettes des engagements des sociétés non financières dans la zone euro



Les entreprises américaines restent prudentes sur leurs engagements de crédits nouveaux. En revanche, elles profitent de la baisse des *spreads* de crédit pour émettre de nouvelles obligations (graphique 22), permettant au marché obligataire d'être un peu moins déséquilibré qu'au printemps grâce à un retour de l'offre. Le recours croissant à des émissions nettes d'obligations privées depuis la fin de l'année 2002 est symptomatique des efforts des entreprises pour restructurer leur dette par un allongement de la maturité pour profiter de taux longs particulièrement bas. Ce comportement se retrouve également



## 22. Variations nettes des engagements des sociétés non financières aux États-Unis



Source : Réserve fédérale.

chez les entreprises de la zone euro au premier trimestre 2003, les émissions nettes d'obligations privées dans la zone euro atteignant quasiment le pic du début de l'année 2001.

En conclusion, la situation financière des entreprises est meilleure mais n'est pas complètement assainie. L'accès aux marchés de capitaux s'est amélioré et les banques semblent être moins réticentes à prêter. La remontée des Bourses reste fragile des deux côtés de l'Atlantique mais pour des raisons différentes. Aux États-Unis, elle peut être contrainte par les niveaux élevés du PER. Il est possible que les États-Unis n'aient pas digéré, à l'inverse de la zone euro, le choc de la bulle Internet. En revanche, dans la zone euro, la hausse des marchés boursiers est conditionnée à une amélioration de la rentabilité du capital. Pour autant, le contraste entre la situation actuelle et ce qu'elle était il y a six mois est important et invite à l'optimisme. Il n'y a donc pas de contraintes à ce que l'investissement redémarre rapidement aux États-Unis, à l'exception du faible niveau du TUC (encadré 6). En revanche, dans la zone euro, les perspectives de débouchés moins bonnes qu'aux États-Unis et une profitabilité encore à rétablir (par des gains de productivité) pourraient contraindre la reprise de l'investissement.

## 6. Le mystère des TUC américains

Après un ajustement conséquent de la mi-2000 à la fin 2001 (passant de 82,2 % à 72,5 %), le taux d'utilisation des capacités productives (TUC) dans le secteur manufacturier américain avait amorcé sur les six premiers mois de l'année 2002 un mouvement de hausse, revenant à 74 % en juillet 2002. Si la baisse a été inhabituellement engagée bien avant que l'activité ne soit à son pic, poussant le TUC à un niveau particulièrement bas<sup>1</sup>, la petite remontée sur 2002 était habituelle pour une phase de reprise. Mais le tassement de celle-ci y a rapidement mis fin. À 72,1 % en août 2003, le TUC est encore plus bas qu'à la fin 2001.

L'évolution récente du TUC et son niveau actuel, très en deçà du niveau moyen de 80 %, révèle l'absence de tensions sur l'offre et donc d'incitations à investir. Plusieurs arguments permettent de relativiser ce problème. Ne couvrant que le secteur manufacturier, à savoir 16 % de l'économie, le TUC n'est pas représentatif de l'état des tensions sur l'offre dans l'ensemble de l'économie. Et ces 16 % de l'économie font aussi (seulement) 16 % de l'investissement. De plus, la notion de capacités n'est vraiment pertinente que pour un certain type d'industries (automobile par exemple). Ce manque de représentativité est confirmé par le fait qu'il n'est pas indispensable d'intégrer le TUC dans une équation de détermination de l'investissement productif privé (l'effet accélérateur et le coût relatif capital-travail sont des variables plus pertinentes).

Si le redressement du TUC est inexistant dans l'ensemble du secteur manufacturier, il n'en est pas de même à un niveau sectoriel plus fin. En effet, dans l'industrie des semi-conducteurs (5 % du secteur manufacturier), le TUC est en hausse nette depuis début 2002, ayant regagné près de 10 points depuis son point bas (61,3 % en mars 2002, 69,3 % en août 2003). Le TUC reste encore loin de son niveau moyen (81 %), mais c'est dans cette industrie que la progression est la plus encourageante. Le TUC dans l'industrie des équipements informatiques (15 % du secteur manufacturier) se redresse aussi, mais depuis peu (avril 2003). Au contraire, les industries des équipements de transport (12 % du secteur manufacturier) et des équipements industriels (7 % du secteur manufacturier) continuent de tirer vers le bas le TUC de l'ensemble du secteur manufacturier. Les excès de capacités résiduels de la vague d'investissements de la deuxième moitié des années 1990 ne sont donc pas localisés dans l'industrie « nouvelle » des TIC mais plutôt dans les industries traditionnelles.

Et ces évolutions différenciées des TUC se retrouvent dans celles des composantes de l'investissement productif. Depuis fin 2001, poussés par la recherche de gains de productivité (du travail et du capital), les investissements de rationalisation ont primé sur les investissements de capacités. Ceci explique aussi l'évolution inhabituelle de l'emploi au regard des cycles précédents. Dans ces investissements de rationalisation, il y a une part de renouvellement de matériels informatiques, suscité par l'obsolescence rapide de ces produits et non par une tension sur les TUC.

Ce schéma (pas de tensions sur les capacités mais de l'investissement) perdurait plus ou moins à l'horizon de notre prévision. Les investissements de rationalisation se poursuivraient, et avec la consolidation de la reprise, les investissements de capacités feraient timidement leur retour, le tout soutenant un redressement net du taux d'investissement et une progression du stock de capital en ligne avec celle du PIB. Ce scénario est particulier aux États-Unis, le TUC dans la zone euro étant à peine inférieur à sa moyenne de longue période. Aux États-Unis, la recherche de gains de productivité élevés joue un rôle déterminant dans la dynamique d'investissement. Ce scénario n'est néanmoins pas exempt du risque que l'absence de tensions déprime plus longtemps que prévu l'investissement et fasse capoter la reprise de l'activité.

---

I. Mais pas historiquement bas puisqu'en décembre 1982, à 67,9 %, le TUC était tombé encore plus bas.

## Consommateurs américains *versus* épargnants de la zone euro

Dans un contexte d'amélioration de la situation financière des entreprises et de leurs conditions de financement, les ménages ont un double rôle à jouer. D'une part, leur épargne est nécessaire pour financer ces mêmes investissements, en sus des déficits publics qui se sont alourdis depuis 2000. Aux États-Unis, la question est d'autant plus cruciale que le ralentissement économique n'a pas permis de diminuer le déficit courant, posant la question de la soutenabilité de la croissance. D'autre part, la consommation des ménages assure des débouchés aux investissements. Sa faible croissance dans la zone euro est ainsi un obstacle à une franche reprise. La dynamique du revenu est fondamentale pour soutenir la consommation. Cette dernière ne peut pas croître plus vite que le pouvoir d'achat de façon continue, sous peine de baisse du patrimoine des ménages à terme.

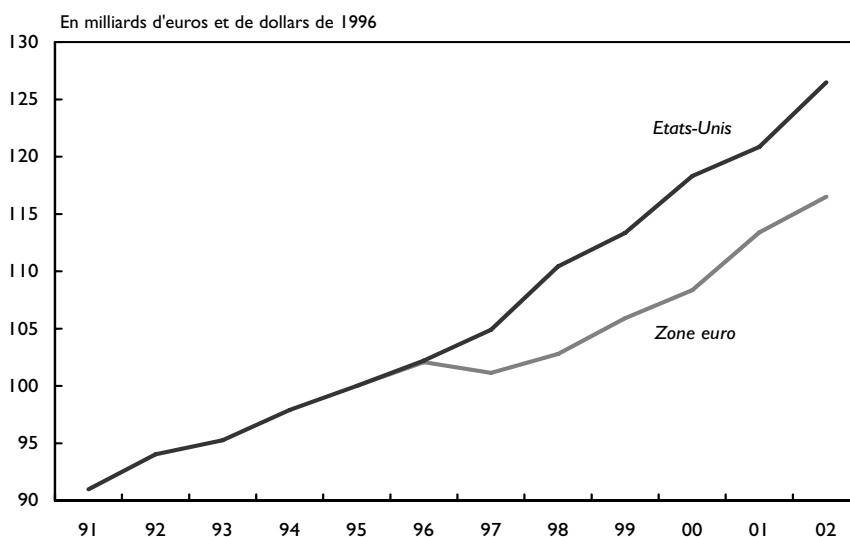
### Consommation soumise au revenu

L'année 2002 a été marquée par l'accélération de la consommation dans les pays de la zone euro où elle était la plus faible, en Italie et en Allemagne. Dans ces deux pays, la consommation diminuait au début 2002. En Italie, une telle situation ne s'était produite qu'une fois depuis 1985, lors de la récession de 1993. En France, en Espagne et aux Pays-Bas, la croissance de la consommation s'est stabilisée à un rythme plus élevé. Cependant, la consommation reste moins dynamique dans les grands pays de la zone euro (pour l'ensemble de la zone euro, 1,2 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2003) qu'aux États-Unis (2,9 %), à l'exception de l'Espagne. C'est une des raisons pour lesquelles la reprise de l'investissement n'a pas eu lieu en 2002. L'accélération de la consommation dépend de la dynamique du revenu et du comportement d'épargne.

### Le revenu, reflet des ajustements de l'emploi et de la politique économique

Le revenu des ménages a suivi le profil de la croissance (accélération au cours de 2002, stoppée au début 2003) dans tous les pays. Cependant, cette évolution a été modulée par le *tempo* des ajustements de l'emploi et des salaires consécutifs au ralentissement et par les mesures de politique budgétaire (graphique 23).

## 23. Pouvoir d'achat des ménages



Sources : comptabilités nationales.

En Allemagne, en Espagne, aux Pays-Bas ainsi que plus globalement dans la zone euro, la part des revenus disponibles nationaux redistribués aux ménages est restée stable en 2002. En Allemagne, la part de la masse salariale dans la valeur ajoutée est restée stable en 2002 et au début 2003. Les hausses de prélèvements obligatoires ont été compensées par une forte progression des revenus de la propriété et de l'entreprise.

En France, en Italie et aux États-Unis, la part des revenus nationaux redistribués aux ménages a augmenté en 2002. En France, la part de la masse salariale dans la valeur ajoutée a augmenté, du fait du retard d'ajustement de l'emploi au ralentissement de l'activité. Le revenu des ménages a été soutenu respectivement par le dynamisme de l'emploi en Italie, par des réductions d'impôts et le dynamisme des autres revenus (prestations sociales, dividendes, intérêts reçus nets des intérêts versés) aux États-Unis.

À l'horizon de la prévision, les ajustements du marché du travail, concernant soit les salaires individuels, soit l'emploi, se poursuivraient dans certains pays, notamment en France, aux Pays-Bas et en Italie. Ces ajustements freineraient encore la croissance de la masse salariale. Par ailleurs, la politique budgétaire ne soutiendrait pas la consommation dans la zone euro, à quelques exceptions nationales près. Les perspectives de pouvoir d'achat ne sont donc pas bonnes dans la zone euro, à part le ralentissement de l'inflation lié à la baisse des cours du pétrole. Elles seraient mieux orientées aux États-Unis du fait du soutien de la politique budgétaire, des gains de productivité et de la dynamique économique qui en découle.

## Des ménages prudents?

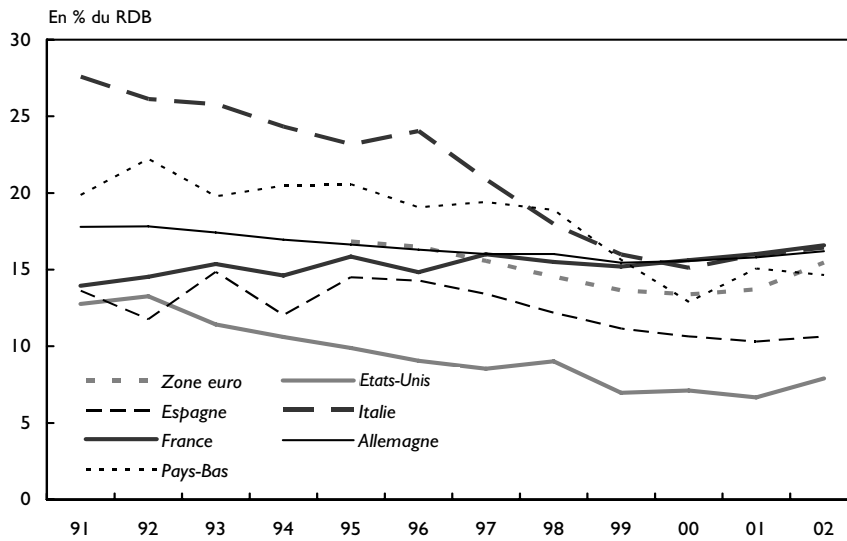
En 2002 et au début 2003, les ménages ont eu un comportement inhabituel pour cette phase du cycle (graphique 24). Le taux d'épargne s'est stabilisé (Allemagne, Espagne, Italie) ou a progressé (zone euro dans son ensemble, France, États-Unis). Ce comportement de dépenses plutôt prudent des ménages, commun à l'ensemble des pays, est encore plus visible dans la hausse du taux d'épargne financière. Les Pays-Bas font exception, le taux d'épargne ayant diminué (encadré 7).

### 7. L'exception hollandaise

Les tensions sur le marché du travail depuis plusieurs années ont favorisé une forte progression de la masse salariale et donc un revenu disponible des ménages important. Malgré cela, le taux d'épargne financière est passé de 5 % en 1998 à 1 % en 2001 et 2002, du fait du dynamisme des dépenses (consommation et investissement logement) depuis 1998. Aujourd'hui, la situation financière des ménages apparaît très dégradée. Leur taux d'endettement est proche de 200 %. Les ménages hollandais, qui bénéficient de conditions assez souples pour contracter des crédits, ont de plus largement profité de la baisse des taux pour effectuer de nombreuses renégociations de prêts, à l'image des États-Unis et du Royaume-Uni, et augmenter ainsi leur passif. Le service de la dette des ménages atteint depuis 2000 des niveaux élevés. De plus, le passif des ménages est de moins en moins gagé par leurs actifs.

En effet, depuis son plus haut niveau de 2000, le patrimoine des ménages a fortement baissé. Comme dans les pays anglo-saxons, la valeur du patrimoine financier des ménages était très élevée avant le dégonflement de la bulle boursière (580 % de leur revenu disponible en 2000) et s'est montrée sensible à la chute du marché des actions. En 2002, elle ne représentait plus que 460 % du revenu disponible. De plus, la croissance du patrimoine immobilier a ralenti depuis 2001. Les Pays-Bas subissent désormais les conséquences des déséquilibres accumulés ces dernières années. Le PIB devrait se contracter en 2003 et croître très faiblement en 2004. En revanche, l'inflation est désormais sous contrôle. En 2004, le revenu des ménages devrait être peu dynamique, avec la dégradation sur le marché du travail et une politique budgétaire restrictive. La reprise de la Bourse soutiendrait le patrimoine financier des ménages, tandis que la moindre progression des prix de l'immobilier, déjà observée en 2002, se poursuivrait, entraînant un tassement du patrimoine immobilier. Les ménages pourraient profiter de ce contexte pour commencer à se désendetter.

## 24. Taux d'épargne des ménages

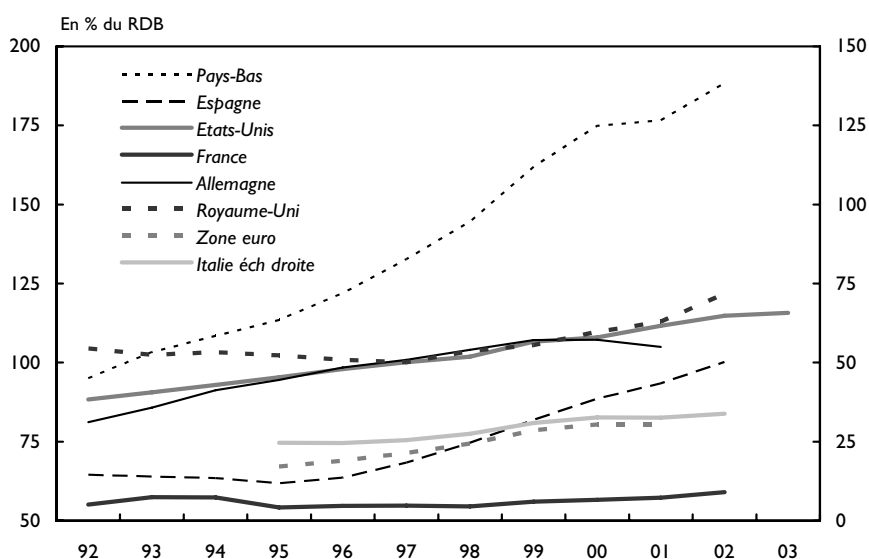


Ce comportement peut s'expliquer par plusieurs éléments. Le taux d'épargne est bas par rapport à son niveau historique dans beaucoup de pays, sauf en France. Les États-Unis se démarquent par un taux d'épargne nettement inférieur à celui des autres pays. Dans tous les pays, la dégradation du marché du travail a amené les ménages à constituer une épargne de précaution. La reconstitution de la richesse financière peut justifier également la hausse en 2002 dans les pays anglo-saxons.

## Le patrimoine des ménages n'entraverait pas la croissance

Malgré le redressement du taux d'épargne financière, le taux d'endettement (ratio des encours de dettes sur le revenu disponible brut) a continué d'augmenter dans tous les pays en 2002, sauf en Allemagne du fait de taux d'intérêt bas. La hausse a été marquée au Royaume-Uni, en Espagne et surtout aux Pays-Bas (graphique 25). Certains ménages, européens comme anglo-saxons, qui n'avaient pas accès précédemment au crédit en raison de son coût, ont pu récemment s'endetter pour des charges d'intérêt plus faibles. De plus, dans les pays anglo-saxons, les baisses de taux ont permis aux ménages d'effectuer de nombreuses renégociations de prêts, alors que cette pratique est peu répandue en Europe, à l'exception des Pays-Bas. Dans ce schéma, l'Italie est un cas à part, avec un taux d'endettement très faible (33 % du revenu disponible en 2002, contre 85 % dans la zone euro).

25. Taux d'endettement des ménages



Sources : comptes financiers nationaux.

### L'endettement reste soutenable

La hausse des taux d'endettement et leur niveau élevé posent le problème de leur soutenabilité. Un premier indicateur est la part des charges d'intérêt et du service de la dette (somme du remboursement du capital et des paiements d'intérêt) dans le revenu disponible des ménages. Aux États-Unis et en Espagne, le service de la dette se situe autour de 13-14 % du revenu disponible des ménages. Mais, si aux États-Unis il s'est stabilisé à un niveau élevé, ce n'est pas le cas en Espagne où, étant donné la baisse des taux d'intérêt réels, la charge d'intérêt reste limitée malgré la forte hausse du taux d'endettement. La baisse des taux d'intérêt nominaux a été spectaculaire dans le courant des années 1990 et l'inflation plus forte que ses principaux partenaires a induit des taux d'intérêt réels négatifs. Au Royaume-Uni, les charges d'intérêt sont en nette baisse et atteignent des niveaux très faibles, tandis que le service de la dette est stable autour de 10 %, soit au-dessous de sa moyenne de long terme. Cependant, en cas de remontée des taux, les ménages espagnols et anglais seraient pénalisés puisque endettés à taux variables, alors que les ménages américains, qui s'endettent à très long terme et à taux fixes, sont relativement protégés contre une hausse des taux (encadré 8).



### 8. Taux fixes / taux variables

Les prêts accordés aux ménages peuvent être distingués selon le mode de fixation du taux d'intérêt.

Le taux d'intérêt peut être fixé au moment de la signature du prêt et il ne varie plus ensuite, sauf s'il y a des facilités de rénégociation. Ces taux sont indexés sur les taux longs. Par exemple, en France, ils sont indexés sur l'OAT 10 ans, les emprunts obligataires publics à 10 ans. Une remontée des taux longs a peu d'impact à court terme sur la charge d'intérêt des ménages endettés, mais limite l'endettement des futurs emprunteurs. Les ménages sont couverts contre le risque de hausse de taux. C'est le cas en France, aux États-Unis, en Italie, en Allemagne et aux Pays-Bas, où les ménages empruntent majoritairement à taux fixes.

Le taux d'intérêt peut être révisable, généralement tous les ans, en fonction de l'évolution des taux courts. Par exemple, en France, il dépend de l'Euribor, le taux auquel les banques se refinancent sur le marché monétaire, qui est un taux de 1 à 12 mois. Les ménages endettés ont donc une sensibilité forte à la remontée des taux courts. La hausse des taux, en renchérissant les charges d'intérêt versées par les ménages, peut diminuer la soutenabilité de leur endettement. C'est un risque pour les ménages anglais et espagnols qui souscrivent leurs prêts en grande majorité à taux variables.

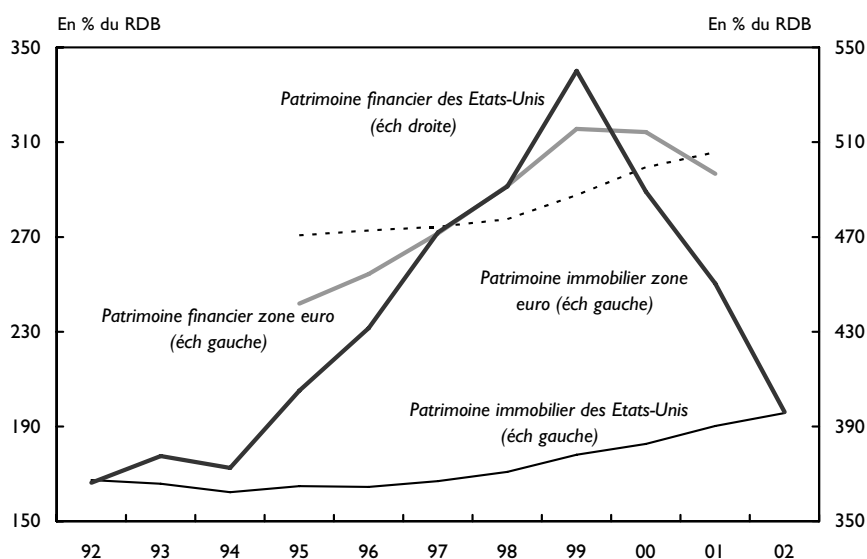
Un second indicateur de la soutenabilité de l'endettement est le ratio passif/actif, qui indique dans quelle mesure l'endettement est gagé par des actifs. Si l'actif vient à se déprécier, le ratio (encours des dettes sur le patrimoine brut total) peut s'envoler, mettant en péril la solvabilité des ménages.

À l'exception de l'Allemagne et de l'Espagne, les autres pays connaissent de nettes augmentations de ce ratio depuis 2000 ou 2001. Aux États-Unis, ce ratio est même supérieur à son niveau du début des années 1990, mais il s'est stabilisé au premier semestre 2003, sous l'effet d'un arrêt de la baisse du patrimoine financier grâce à la reprise de la Bourse. L'endettement des ménages américains, qui atteint un niveau élevé par rapport à la zone euro (115 % du revenu disponible brut en 2002 aux États-Unis, contre 85 % dans la zone euro), est associé à un ratio passif/actif plus dégradé. En effet, le ratio du patrimoine brut des ménages américains sur leur revenu a reculé plus que dans la zone euro.

## Le redressement des cours boursiers prend la relève des prix de l'immobilier

Le patrimoine brut des ménages en pourcentage du revenu disponible a fortement baissé aux États-Unis depuis 2000, alors qu'il n'a que légèrement diminué dans la zone euro en 2001 (graphique 26). En effet, aux États-Unis, le patrimoine des ménages est surtout un patrimoine financier qui a pâti de la chute des marchés boursiers. Dans la zone euro, la part du patrimoine immobilier est plus importante qu'aux États-Unis et elle a bénéficié de la hausse des prix de l'immobilier.

26. Décomposition du patrimoine brut des ménages américains et européens



Note : les échelles étant de même ampleur, les variations sont comparables.  
Sources : comptes financiers nationaux.

Le ratio du patrimoine financier sur le revenu a diminué dans tous les pays depuis 2000 (États-Unis, France, Allemagne, Espagne et Pays-Bas) ou 2001 (Royaume-Uni et Italie). Cette chute du patrimoine financier a été plus forte aux États-Unis que dans la zone euro. L'Espagne et l'Allemagne se distinguent par une baisse moins marquée de leur patrimoine financier que les autres pays, indiquant une moindre sensibilité à la chute des marchés d'actions. Dans l'ensemble des pays, le patrimoine financier devrait se revaloriser en 2003, avec la reprise de la Bourse <sup>15</sup>.

15. On l'observe d'ailleurs déjà dans les comptes de patrimoine américains du premier semestre 2003.

Dans de nombreux pays (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne, Pays-Bas et, dans une moindre mesure, France), la progression des prix de l'immobilier est dynamique. Du fait du bas niveau des taux d'intérêt, un nombre plus important de ménages est solvable. Cela encourage la demande et les hausses de prix, notamment quand la progression des loyers est soumise à des contraintes légales et que les délais de construction sont longs.

Les évolutions du ratio patrimoine brut des ménages sur revenu sont globalement identiques à celles du patrimoine net (patrimoine brut — encours de dettes). Cependant, on constate un resserrement des disparités entre les pays, puisque l'évolution de la part du passif gagée sur l'actif est similaire dans la plupart des pays, à l'exception de l'Allemagne et de l'Espagne.

Finalement, la situation financière des ménages de la zone euro est relativement saine. Ceux-ci, dont le taux d'épargne, bien que bas, est plus élevé qu'aux États-Unis, continueraient d'avoir un comportement prudent, justifié par des perspectives de revenu peu favorables, les incertitudes entourant la politique économique et l'impact négatif sur le taux d'épargne des réformes fiscales (effet redistributif).

Quant à l'endettement américain, il reste soutenable eu égard aux hypothèses faites dans le cadre de notre prévision, à savoir un ralentissement progressif de la croissance des prix de l'immobilier, un revenu dynamique et des taux longs qui remontent très légèrement, limitant l'endettement à venir des ménages. La hausse du patrimoine financier devrait compenser le tassement du patrimoine immobilier, aux effets de distribution près. Au total, les ménages américains, dont la situation financière reste dégradée du fait de leur comportement passé, continueraient de consommer davantage que leurs homologues de la zone euro à l'horizon de notre prévision. Des perspectives de revenu plus élevé permettraient une consommation soutenue et alimenteraient dans le même temps une hausse de leur taux d'épargne.

Au Royaume-Uni, comme en Espagne, le maintien des taux courts à un niveau faible permettrait une maîtrise des coûts financiers de l'endettement.

Un risque pèse sur ce scénario. La hausse des prix de l'immobilier, si elle est normale à court terme, peut dégénérer en bulle quand elle perdure. Quand les taux d'intérêt remontent, la demande de logements s'affaiblit. La baisse des prix peut être importante si elle doit permettre le réajustement du rendement de l'immobilier. Elle l'est d'autant plus si un volume important de constructions, qui étaient en chantier, arrivent sur le marché et gonflent l'offre de logements sans trouver d'acquéreurs.

Le risque de bulle semble important au Royaume-Uni, et, dans une moindre mesure, aux États-Unis et en Espagne. Cependant, compte tenu des délais de réaction, il n'aurait qu'un impact limité à l'horizon de la prévision: l'endettement cesserait de progresser, contenant la croissance de la consommation. Les risques de mise en faillite personnelle en masse et de spirale baissière des prix du fait de reventes des logements nous semblent peu probables.

# Commerce mondial: dollar gagnant

## L'Europe à la traîne

Le commerce mondial de marchandises a progressé d'à peine plus de 3 % en volume en 2002 après 0 % en 2001. On est loin de la hausse de 13 %, il est vrai exceptionnelle, enregistrée en 2000 avant l'éclatement de la bulle Internet. Les échanges sont repartis mollement, comme l'activité. Le mouvement d'accélération des échanges mondiaux qui s'était enclenché à partir du début 2002 aura été de courte durée. Les flux ont ralenti dès le second semestre 2002, pour marquer une pause au premier semestre 2003 (tableau 8). Cette pause a résulté pour partie, au premier trimestre, des incertitudes entourant le déclenchement d'une guerre en Irak, puis, au deuxième trimestre, du développement de l'épidémie de SRAS. Le commerce mondial devrait rebondir au troisième trimestre, partiellement pour des effets de report.

Les importations de l'Union européenne se démarquent par leur faiblesse persistante depuis le début de 2001. Cette année encore, leur progression sera la plus faible des pays industrialisés (+ 1,5 % après 1,1 % en 2002, en volume), reflétant l'atonie de la demande intérieure dans la majorité des pays de la zone euro. Les importations des États-Unis ont redémarré à des rythmes moyens. C'est aussi le cas au Japon, où les importations de marchandises sont tirées depuis la mi-2002 par la reprise de la demande intérieure, principalement celle de l'investissement productif.

La reprise engagée en Amérique latine (Argentine, Brésil) devrait conduire à une nette augmentation des importations cette année (5 % après une chute de 7 % en moyenne en volume en 2002). Les importations des pays d'Asie hors Japon conservent des progressions très dynamiques (de l'ordre de 10 % par an). C'est particulièrement vrai pour les importations chinoises, qui devraient augmenter de plus de 25 % en volume en 2003. Après avoir été particulièrement soutenues au cours des trois premiers trimestres de 2002 par la vigueur des demandes intérieures, les importations d'Europe centrale et orientale ont stagné au tournant 2002-2003 et retrouveront cette année une progression plus proche de la moyenne mondiale.

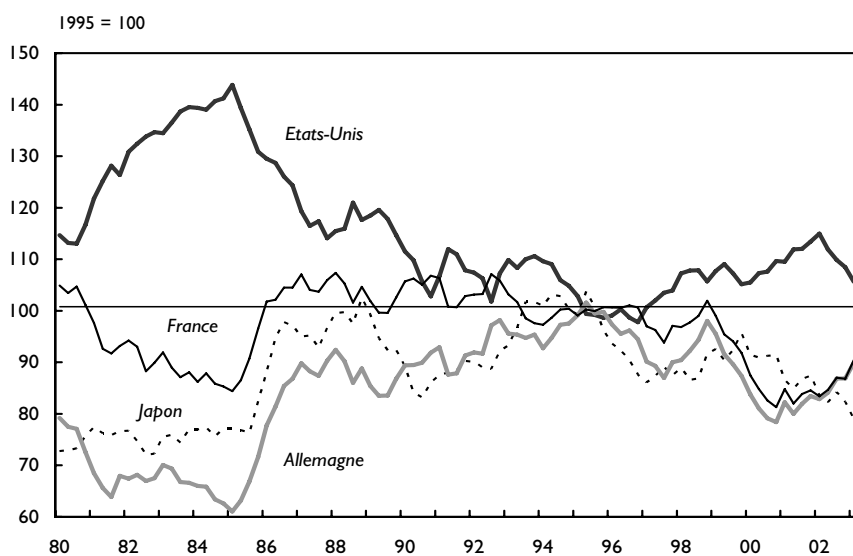
Cette nouvelle phase de croissance du commerce mondial sera probablement de faible ampleur. Les producteurs de semi-conducteurs prévoyaient en mai dernier que leurs ventes, qui sont en général bien synchronisées avec le cycle du commerce de marchandises, progresseraient de 11 % en valeur cette année, de 18 % l'an prochain et de 8 % seulement en 2005 (contre 40 % lors des points hauts de cycles précédents). Les flux d'investissement directs ont, comme le commerce, retrouvé des évolutions plus modérées depuis 2000.

Compte tenu de nos hypothèses de croissance de l'activité mondiale, les flux de commerce de marchandises connaîtraient une croissance de 5 % en volume cette année et de 6,6 % l'an prochain. Les importations européennes seraient toujours à la traîne, tandis que l'Asie en développement resterait le principal moteur des échanges.

## Compétitivité-prix et parts de marché: le dollar donné gagnant

Le dollar américain s'est déprécié de près de 30 % vis-à-vis de l'euro entre son point haut de février 2002 et septembre 2003, et de 13 % vis-à-vis du yen. Il en est résulté une nette amélioration de la compétitivité-prix des produits américains (graphique 27). Ces gains ont cependant été atténués du fait de la fixité d'un certain nombre de monnaies par rapport au dollar. La baisse du dollar a de fait donné un avantage de prix supplémentaire aux produits des nouveaux pays industrialisés d'Asie ayant ancré leur monnaie au dollar, au premier rang desquels la Chine, qui sort grande gagnante du partage des parts de marché à l'échelle mondiale.

27. Prix relatifs à l'exportation \*



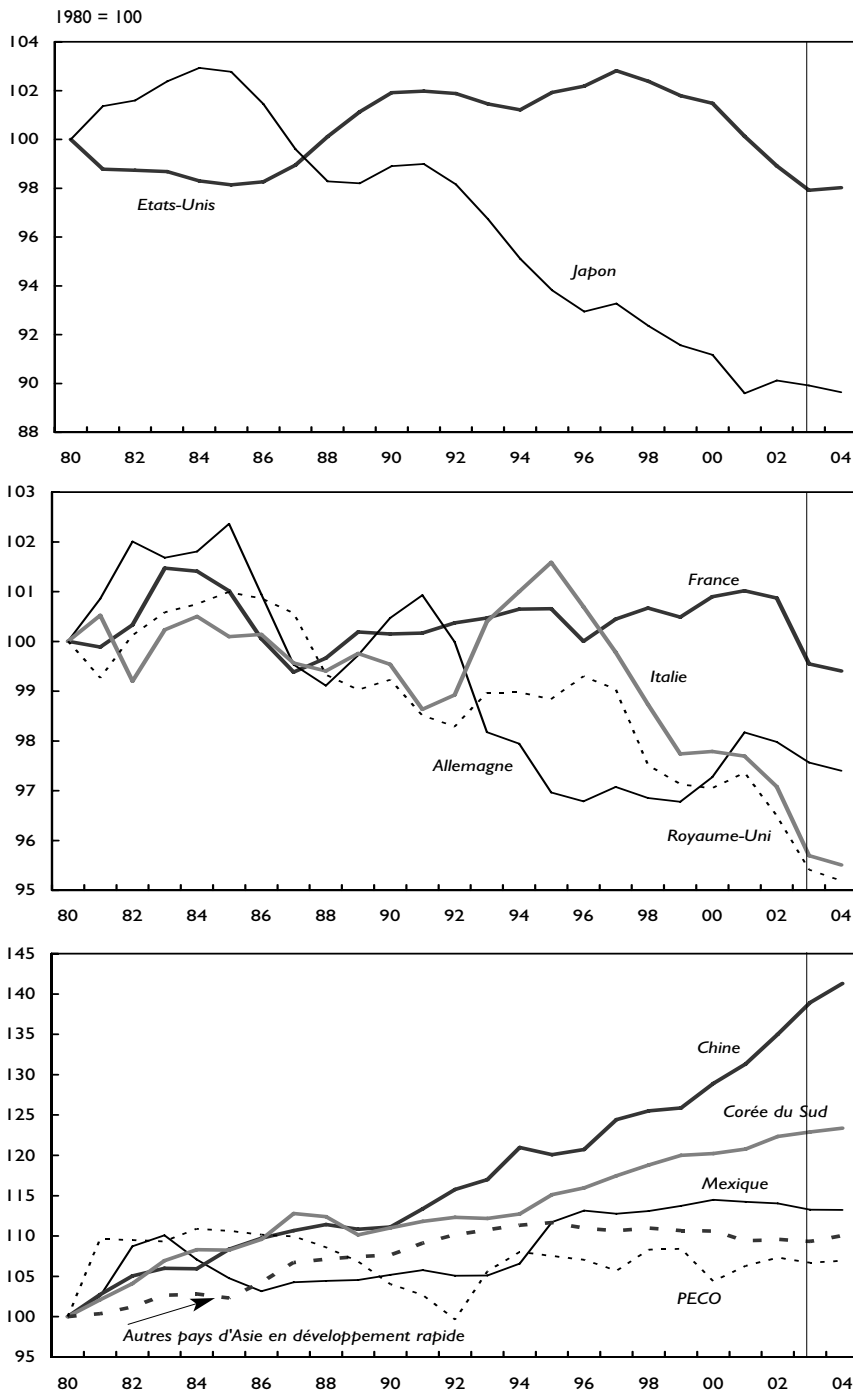
\* Une augmentation du prix relatif représente une dégradation de la compétitivité-prix du pays considéré.  
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE.

Du côté de la zone euro, les gains de compétitivité-prix qui avaient été permis par la baisse de la devise européenne lors de ses deux premières années d'existence sont désormais pratiquement effacés. Un éclairage sur l'évolution récente du commerce de la zone euro est d'ailleurs présenté plus bas dans cette partie (voir « À la recherche du commerce perdu »). Les exportateurs britanniques ont bénéficié de la baisse de la livre face à l'euro, mais du fait de l'appréciation simultanée de la devise britannique vis-à-vis du dollar, le taux de change effectif de la livre s'est maintenu à un niveau élevé. Entre les pays de la zone euro et les États-Unis, l'évolution des taux de change a fortement modifié les positions compétitives. Mais au sein de l'Union monétaire européenne, les pays qui connaissent les inflations les plus fortes sont aussi pénalisés par la dégradation de leur compétitivité intra-zone. L'appréciation de l'euro et l'évolution défavorable des prix relatifs en monnaie commune se traduisent maintenant par des pertes sensibles de parts de marché dans plusieurs pays. C'est le cas pour l'Italie depuis le milieu des années 1990 et pour les Pays-Bas depuis deux ans.

La dépréciation passée du dollar devrait permettre aux exportateurs américains de légers gains de parts de marché en 2004. À l'inverse, les exportateurs de la zone euro parviendraient difficilement à stabiliser les leurs (graphique 28 et tableau 9). Les producteurs allemands et français seraient cependant à même de limiter leurs pertes de parts de marché, en réduisant leurs marges à l'exportation, ce qui ne serait pas possible pour les producteurs italiens ou néerlandais. Les exportateurs britanniques resteraient pénalisés par le niveau toujours élevé de la livre.

Le Japon continuerait à bénéficier d'une demande adressée particulièrement vigoureuse grâce à sa spécialisation géographique tournée vers les États-Unis et le reste de l'Asie (tableau 10). L'amélioration des prix relatifs japonais enregistrée depuis 2000 a permis aux exportateurs nippons de stabiliser leurs parts de marché. La légère remontée du dollar envisagée dans notre prévision à l'horizon 2004 laisserait la donne inchangée. Les exportateurs chinois continueraient à gagner des parts de marché. Les dépréciations passées des monnaies en Amérique latine vis-à-vis du dollar ont permis aux producteurs de la zone, en premier lieu du Brésil, de bénéficier de gains de parts de marché dès 2002. Ce mouvement se poursuivrait à l'horizon de la prévision.

28. Parts de marché



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



## 8. Importations de marchandises (en volume)

	Part dans le commerce		Variations par rapport à la période précédente, en %															
	En 2001		2002				2003				2004				2002	2003	2004	
			T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Monde	100,0		1,1	3,8	2,0	0,1	1,1	1,0	1,4	1,6	1,6	1,8	1,8	2,0	3,3	5,0	6,6	
Pays industrialisés	68,5		0,2	3,7	1,3	0,8	-0,5	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	2,2	3,4	5,4	
Union européenne	38,4		-0,1	2,5	0,9	0,3	-0,3	-0,1	0,5	0,9	1,1	1,3	1,5	1,5	1,1	1,5	4,2	
États-Unis	17,1		0,9	6,3	0,8	1,5	-1,7	3,2	2,3	1,8	1,6	1,6	1,6	1,9	3,9	5,4	7,5	
Japon	5,4		0,5	0,9	3,5	2,0	0,4	1,5	2,0	1,5	1,2	1,0	0,9	0,9	1,2	6,4	5,2	
Autres pays industriels <sup>1</sup>	7,5		0,1	6,3	2,9	0,7	0,4	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	5,2	6,4	6,7	
PED	31,6		3,1	3,8	3,4	-1,3	4,5	0,8	1,8	2,1	2,3	2,5	2,5	2,7	5,6	8,4	9,0	
Amérique latine <sup>2</sup>	5,6		-4,3	2,1	-1,8	-1,4	7,0	-2,4	1,5	1,8	2,0	2,1	2,3	2,3	-7,3	4,8	6,9	
Asie	17,3		4,8	5,6	4,2	-2,8	6,5	1,9	2,0	2,4	2,5	2,8	2,8	3,0	7,5	11,1	10,5	
Afrique	1,8		1,1	-2,5	8,0	7,8	-2,0	-1,0	1,0	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0	4,1	6,9	6,2	
Moyen-Orient	2,3		4,8	-3,0	1,5	1,5	1,5	0,0	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	2,0	8,0	4,1	7,1	
Ex-URSS	1,5		5,3	4,6	7,8	0,4	-0,5	1,0	1,0	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	18,4	6,5	8,0	
PECO	3,1		5,5	5,4	3,9	-0,5	-0,5	1,0	1,5	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	11,4	4,4	7,6	

1. Australie, Canada, Islande, Israël, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suisse, Turquie.

2. Y compris Mexique.

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

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

	Variations par rapport à la période précédente, en %															
	2002				2003				2004				2002	2003	2004	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
France	2,1	2,6	0,0	-0,9	-2,1	-0,9	0,9	1,0	1,1	1,4	1,9	2,2	1,6	-2,1	4,8	
Demande adressée	0,2	2,9	2,3	0,9	0,4	0,5	1,0	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	2,3	4,1	5,5	
Allemagne	1,8	0,6	2,9	0,5	-0,1	-1,6	0,8	1,2	1,5	1,7	1,7	1,7	2,7	1,4	5,1	
Demande adressée	1,1	3,5	1,9	-0,3	0,3	0,7	1,1	1,3	1,5	1,6	1,8	1,9	3,7	3,3	5,9	
Italie	-3,7	6,6	3,9	-2,7	-4,8	0,5	1,0	1,1	1,2	1,4	1,4	1,5	0,0	-2,4	4,9	
Demande adressée	0,6	3,1	2,2	0,3	0,8	0,4	1,0	1,3	1,5	1,6	1,8	1,9	2,9	4,1	5,8	
Royaume-Uni	-0,1	6,1	-3,1	-5,7	3,8	-2,5	0,9	1,0	1,4	1,5	1,6	1,7	-1,7	-2,0	4,4	
Demande adressée	0,9	3,1	1,6	-0,2	0,2	0,7	1,1	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	2,4	3,0	5,5	
États-Unis	-0,9	3,8	1,0	-3,0	0,5	-0,5	2,0	2,2	1,9	1,9	2,0	2,0	-3,6	0,8	7,6	
Demande adressée	0,5	3,6	1,7	-0,2	1,9	0,9	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	5,5	7,1	
Japon	3,6	7,5	1,3	3,5	0,4	-0,3	2,0	1,5	1,8	2,0	2,0	2,0	7,5	6,7	7,0	
Demande adressée	1,9	5,1	2,3	0,2	2,4	1,7	1,9	2,0	2,0	2,2	2,2	2,5	4,9	7,8	8,4	
Monde	1,1	3,8	2,0	0,1	1,1	1,0	1,4	1,6	1,6	1,8	1,8	2,0	3,3	5,0	6,6	

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

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

En points de pourcentage, sauf \*

Exportateurs	Demande en provenance de ...	Part dans les exportations 1995	1996-2001**	2002	2003	2004
France	Total *	100,0	6,9	2,3	4,1	5,4
	Alena	6,9	0,7	0,3	0,4	0,6
	Union européenne	63,4	4,5	0,9	1,5	2,7
	Japon	2,0	0,1	0,0	0,1	0,1
	Asie	6,9	0,3	0,4	0,7	0,7
	Amérique latine	3,4	0,2	-0,5	0,2	0,1
	Europe de l'Est	2,6	0,3	0,4	0,2	0,3
	Reste du monde	14,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Allemagne	Total *	100,0	7,1	3,7	3,3	5,9
	Alena	8,1	0,9	0,3	0,5	0,7
	Union européenne	57,4	4,0	0,9	0,3	2,3
	Japon	2,5	0,1	0,0	0,1	0,1
	Asie	8,1	0,4	0,6	1,0	0,9
	Amérique latine	2,1	0,1	-0,2	0,1	0,1
	Europe de l'Est	8,5	1,0	1,3	0,5	0,9
	Reste du monde	13,2	0,6	0,7	0,8	0,8
Italie	Total *	100,0	7,2	2,9	4,1	5,8
	Alena	8,7	0,9	0,3	0,5	0,8
	Union européenne	56,6	4,1	0,5	1,1	2,4
	Japon	2,5	0,1	0,0	0,1	0,1
	Asie	7,0	0,4	0,5	0,8	0,8
	Amérique latine	3,4	0,2	-0,4	0,1	0,1
	Europe de l'Est	6,8	0,8	1,0	0,4	0,7
	Reste du monde	15,0	0,8	0,8	0,9	1,0
Royaume-Uni	Total *	100,0	7,0	2,4	3,0	5,5
	Alena	13,6	1,4	0,6	0,8	1,2
	Union européenne	57,3	4,0	0,3	0,3	2,2
	Japon	2,7	0,1	0,0	0,1	0,1
	Asie	8,4	0,4	0,4	0,7	0,7
	Amérique latine	1,7	0,1	-0,2	0,1	0,1
	Europe de l'Est	2,5	0,3	0,4	0,2	0,3
	Reste du monde	13,9	0,7	0,9	0,9	0,9
Etats-Unis	Total *	100,0	7,1	2,0	5,5	7,1
	Alena	27,6	2,9	0,5	1,2	2,5
	Union européenne	21,8	1,6	0,3	0,2	0,9
	Japon	11,4	0,4	0,1	0,6	0,5
	Asie	19,4	1,0	1,5	2,3	2,1
	Amérique latine	9,1	0,5	-1,2	0,5	0,3
	Europe de l'Est	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1
	Reste du monde	9,4	0,5	0,7	0,6	0,7
Japon	Total *	100,0	7,2	4,9	7,8	8,4
	Alena	30,1	3,1	1,3	1,8	2,5
	Union européenne	15,4	1,1	0,1	0,2	0,6
	Japon	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Asie	43,3	2,2	3,3	5,1	4,7
	Amérique latine	3,5	0,2	-0,5	0,2	0,1
	Europe de l'Est	0,5	0,0	0,1	0,0	0,0
	Reste du monde	7,2	0,4	0,6	0,5	0,5

\* Taux de croissance de la demande adressée, en %. \*\* Moyennes annuelles.  
Sources : OCDE, sources nationales, Chelem, calculs et prévisions OFCE.

## À la recherche du commerce perdu

La forte contraction des échanges commerciaux a été la cause principale de la faible croissance de la zone euro au premier semestre 2003. Ce constat intervient dans le contexte d'une appréciation continue de la devise européenne depuis la fin 2000 et d'une influence grandissante de la Chine dans l'économie mondiale. La baisse observée des échanges de la zone euro pourrait être imputée aux gains de parts de marché de la Chine, qui profiterait de faibles coûts de production liés à une main-d'œuvre bon marché et d'un taux de change sous-évalué. S'agit-il donc pour la zone euro d'une faiblesse temporaire, résultant de facteurs conjoncturels, ou sommes-nous les témoins d'une érosion structurelle de la compétitivité européenne?

### Flexion floue des flux

La baisse des exportations de marchandises en valeur <sup>16</sup> des trois derniers trimestres, décomposée par destinations, concerne pour moitié le commerce intra-zone et pour moitié les flux hors zone (tableaux 11). Même si la contribution du reste de l'Union européenne demeure la plus forte, le commerce à destination de l'ensemble des pays est en baisse.

L'analyse des importations de la zone euro diffère légèrement en ce qu'au premier trimestre 2003, seules celles provenant de l'intérieur de la zone sont en baisse (tableau 12). La situation exceptionnelle du deuxième trimestre (- 9,1 % de variation trimestrielle en euros) est essentiellement causée par la concomitance des replis intra et extra-zone, ce dernier ensemble étant lui-même marqué par la contraction des importations provenant des autres pays de l'Union européenne et du « reste du monde », qui comprend les pays producteurs de pétrole.

Les décompositions des flux par types de biens (tableaux 13 et 14) montrent que les variations récentes concernent l'ensemble des biens car aucune contribution n'apparaît déterminante — exceptée la catégorie « autres » qui comprend, notamment, les produits énergétiques dont les prix ont fortement varié (+ 10 % pour le baril de Brent en euros au premier trimestre 2003).

L'observation des tableaux 11 à 14 indique que la baisse des échanges est générale. Il nous faut donc rechercher les facteurs permettant de l'expliquer afin de déterminer si leurs effets sont temporaires ou s'ils risquent d'être permanents.

16. Les tableaux 11 à 14 présentent les flux en valeur car les décompositions en volume ne sont pas disponibles, ce qui est regrettable dans un contexte de fortes variations des changes et du cours du pétrole. L'analyse des valeurs constitue cependant une grille d'analyse intéressante.

## I 1. Exportations de marchandises de la zone euro\* par zone géographique

En point de pourcentage, sauf \*\* en %, à partir de valeurs CVS en euros

	Part dans le total En 2003	2002				2003	
		T1	T2	T3	T4	T1	T2
<b>Total**</b>	100	- 3,3	3,0	4,8	- 1,5	- 4,5	- 6,6
<i>Contributions à la croissance :</i>							
<b>Intra-zone euro</b>	48	- 2,7	1,9	2,8	- 0,7	- 2,8	- 3,2
<b>Hors zone euro</b>	52	- 0,5	1,1	1,9	- 0,8	- 1,7	- 3,5
<i>dont</i>							
Etats-Unis	8	0,1	- 0,1	0,1	0,0	- 0,5	- 0,6
Amérique latine	3	0,0	- 0,1	- 0,2	0,2	- 0,2	- 0,4
Reste de l'Union européenne	11	- 0,4	0,1	0,7	- 0,2	- 0,3	- 0,8
PECO	7	0,0	0,2	0,3	- 0,1	0,0	- 0,1
CEI	2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	- 0,3
Asie en croissance rapide	3	- 0,1	0,2	0,0	0,1	- 0,2	- 0,3
Chine	2	0,3	0,1	0,1	- 0,1	0,5	- 0,2
Japon	2	- 0,2	0,1	0,1	0,0	- 0,1	0,0
Reste du monde	14	- 0,2	0,5	0,9	- 0,6	- 0,7	- 0,8

## I 2. Importations de marchandises de la zone euro\* par zone géographique

En point de pourcentage, sauf \*\* en %, à partir de valeurs CVS en euros

	Part dans le total En 2003	2002				2003	
		T1	T2	T3	T4	T1	T2
<b>Total**</b>	100	- 4,4	3,4	4,1	- 0,2	- 3,5	- 9,1
<i>Contributions à la croissance :</i>							
<b>Intra-zone euro</b>	46	- 1,7	1,3	3,2	- 0,4	- 2,6	- 4,5
<b>Hors zone euro</b>	54	- 2,7	2,1	0,9	0,2	- 0,8	- 4,6
<i>dont</i>							
Etats-Unis	6	- 0,7	0,2	- 0,1	0,0	- 0,6	- 0,2
Amérique latine	2	0,0	- 0,1	0,1	0,1	- 0,1	- 0,4
Reste de l'Union européenne	9	- 0,7	0,4	0,1	0,1	- 0,1	- 1,4
PECO	6	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	- 0,2
CEI	3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	- 0,2
Asie en croissance rapide	5	- 0,5	0,2	0,1	0,1	- 0,2	- 0,3
Chine	4	- 0,1	0,1	0,1	0,3	- 0,1	0,0
Japon	3	- 0,3	0,1	0,2	- 0,1	- 0,1	- 0,1
Reste du monde	15	- 0,5	0,8	0,3	- 0,4	0,2	- 1,8

\* La zone euro est ici constituée de l'Allemagne, de la France, de l'Italie, de l'Espagne et des Pays-Bas.  
Sources : données nationales, calculs OFCE.

### 13. Exportations de la zone euro \* par type de biens

En point de pourcentage, sauf \*\* en %, à partir de valeurs CVS en euros

	2002			2003
	T2	T3	T4	T1
<b>Total**</b>	3,0	4,8	- 1,5	- 4,5
<i>Contribution à la croissance</i>				
Biens intermédiaires	0,7	0,7	0,0	- 0,1
Biens d'équipement	- 0,4	2,0	- 1,1	- 0,6
Biens de consommation	0,3	0,4	0,3	- 0,4
Automobile	0,2	1,4	- 0,4	- 0,3
Construction aéronautique	0,3	- 0,4	0,3	- 0,6
Autres	2,0	0,7	- 0,6	- 2,6

\* La zone euro est ici constituée de l'Allemagne, de la France, de l'Italie, de l'Espagne.  
Sources : données nationales, calculs OFCE.

### 14. Importations de la zone euro \* par type de biens

En point de pourcentage, sauf \*\* en %, à partir de valeurs CVS en euros

	2002			2003
	T2	T3	T4	T1
<b>Total**</b>	3,4	4,1	- 0,2	- 3,5
<i>Contribution à la croissance</i>				
Biens intermédiaires	0,7	0,6	0,7	- 0,1
Biens d'équipement	0,1	1,3	- 0,7	- 0,2
Biens de consommation	0,4	0,2	0,5	- 0,5
Automobile	0,3	0,4	0,0	- 0,2
Construction aéronautique	- 0,3	0,0	0,1	- 0,2
Autres	2,2	1,5	- 0,9	- 2,3

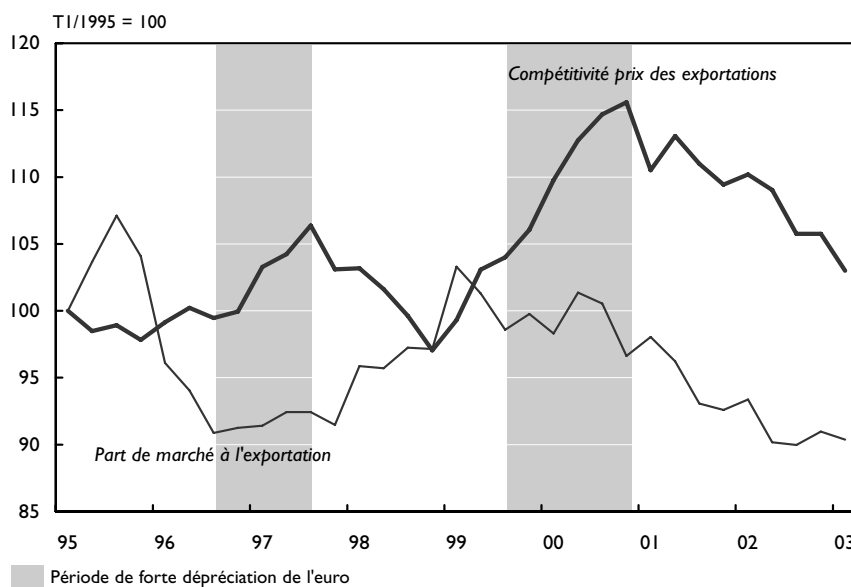
\* La zone euro est ici constituée de l'Allemagne, de la France, de l'Italie, de l'Espagne.  
Sources : données nationales, calculs OFCE.

## Un signe des temps

La position de la zone euro dans le commerce mondial s'est dégradée depuis 2001 à mesure que sa compétitivité à l'exportation se réduisait (graphique 29). Une part de la perte récente de parts de marché à l'exportation est à rechercher dans l'arrêt de la dépréciation de l'euro puis dans son appréciation. Par ailleurs, la position extérieure de la zone est revenue à son niveau de 1997.

Trois facteurs conjoncturels permettent d'analyser l'évolution des exportations des grands pays de la zone euro au premier semestre 2003 : l'appréciation de l'euro qui a affaibli la compétitivité-prix, la variation de la demande adressée à la zone et un comportement erratique du commerce extérieur italien en lien à l'arrêt fin 2002 d'une mesure de défiscalisation (voir fiche pays « Italie : à la traîne »). Le tableau 15 présente une décomposition de la baisse des exportations : les effets conjoncturels expliquent plus de 90 % de la contraction, et ce malgré la hausse de la demande mondiale. Les effets de structure résiduels se révèlent très faibles (8 % seulement) et n'induisent pas à court terme de perte de compétitivité de la zone euro. Ce diagnostic est conforté par l'analyse des flux d'IDE (encadré 9).

29. Position compétitive de la zone euro\* à l'exportation



\* La zone euro reprend les données agrégées des douze pays la composant.  
Sources : données nationales, calculs OFCE.

15. Contribution à la baisse des exportations de la zone euro \*

Variation semestrielle 2002(S2)-2003(S1)**	En point de pourcentage	Part dans la variation
<b>Exportations (marchandises, en volume, en %)</b>	- 2,8	100 %
<b>dont effets conjoncturels</b>	- 2,5	92 %
Compétitivité-prix	- 1,9	
Variation de la demande adressée	+ 0,8	
<i>dont intra-zone euro</i>	- 0,1	
<i>dont hors zone euro</i>	+ 0,9	
Effet de calendrier italien	- 1,4	
<b>dont effets structurels</b>	- 0,2	8 %

\* Sur la base des cinq grands pays.

\*\* Estimation pour le deuxième trimestre 2003.

Sources : BCE, modèle MIMOSA, calculs OFCE.

**9. Les flux d'investissements directs étrangers (IDE)  
confirment l'attractivité de la zone euro**

En 2002, les IDE ont reculé de 20,9 % (tableau). L'année précédente, ils avaient chuté de 41 %. Ce repli spectaculaire a été au-delà des simples ajustements à la faiblesse de l'activité mondiale. Il reflète en partie l'ampleur des ajustements opérés dans les entreprises: désendettement des filiales auprès de la maison mère, baisse des prêts interentreprises, redressement des passifs après l'effondrement des Bourses, dégradation des profits. Il marque également la fin du processus de fusions-acquisitions qui avait conduit à l'explosion des IDE à la fin des années 1990.

Flux d'IDE en 2002

	IDE Sortants		IDE Entrants	
	Niveau milliards de dollars	2002/01 en %	Niveau milliards de dollars	2002/01 en %
Monde	647,4	- 9,0	651,2	- 20,9
Pays développés	600,0	- 9,2	460,3	- 21,9
Zone euro	338,7	- 7,0	332,4	9,3
Royaume-Uni	39,7	- 41,6	24,9	- 59,7
Etats-Unis	119,7	15,4	30,0	- 79,1
Japon	31,5	- 17,9	9,3	49,4
Pays en développement	43,1	- 9,0	162,	- 22,6
Chine	2,8	- 58,6	52,7	12,4
Autres Asie	34,3	- 1,9	42,3	- 29,4
PECO	4,2	20,0	28,7	14,8

Source : CNUCED.



Globalement, à l'exception des États-Unis, les pays développés qui financent la quasi-totalité des IDE dans le monde (l'Asie en développement en couvre malgré tout plus de 5 %) ont réduit fortement leurs investissements en 2002.

En tant que zone d'accueil, la zone euro est restée très compétitive. Les IDE y ont augmenté de 9 %, sous l'effet des hausses en Allemagne (+ 9 %), en Irlande (+ 12 %) et en Finlande (+ 145 %). Avec 51,5 milliards de dollars de flux entrants, la France améliore sa position relative, devenant le deuxième pays récipiendaire au niveau mondial, juste après la Chine. Les PECO, dont le stock d'IDE s'accroît rapidement depuis plusieurs années (20,8 % du PIB en 2002 contre 5,3 % en 1995), continuent de bénéficier de leur intégration prochaine à l'UE. Les entrées d'IDE en République tchèque, Slovaquie et Slovaquie ont progressé respectivement de 65 %, 154 % et 270 %. La Chine attire de plus en plus de capitaux au détriment du reste de l'Asie en développement. L'intégration asiatique se poursuit malgré tout par d'importants flux croisés d'investissements, mais souvent là encore au profit de la Chine.

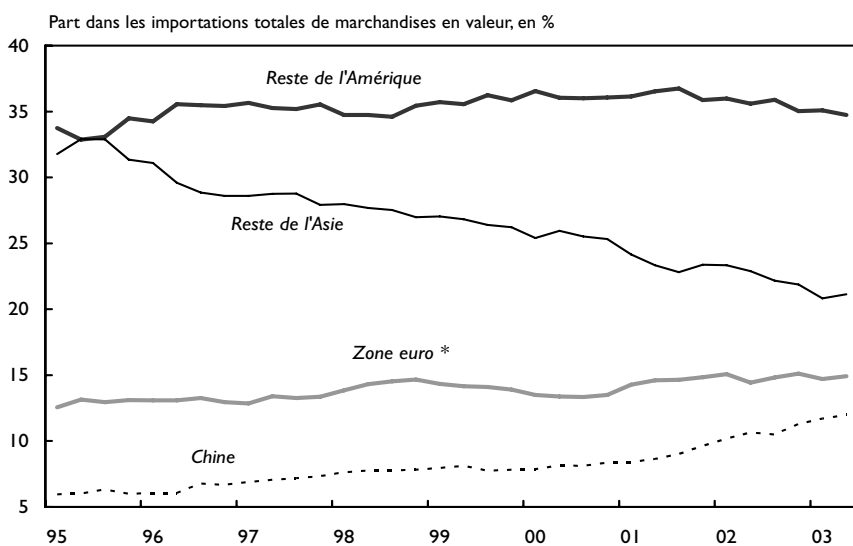
À l'inverse, la plus faible attractivité des États-Unis depuis l'éclatement de la bulle Internet se vérifie avec la baisse des IDE entrants dans le pays. Ceux-ci sont passés de 314 milliards de dollars en 2000 à 30 milliards l'année dernière, faisant passer le pays de la première à la quatrième place dans le classement mondial.

Sur plus longue période, la position de la zone euro sur le marché américain s'est légèrement améliorée depuis 1995 ainsi que la décomposition des importations des États-Unis par pays d'origine l'indique (graphique 30). La forte progression de la part de marché de la Chine s'est essentiellement réalisée au détriment du reste de l'Asie (Japon et pays à croissance rapide).

L'examen de la répartition géographique des importations des pays asiatiques en croissance rapide fait apparaître que le Japon, les États-Unis et la zone euro perdent d'importantes parts du marché asiatique au bénéfice de la Chine (graphique 31). La perte est plus réduite pour les pays de l'Union monétaire européenne qui sont moins présents sur ce marché (environ 4 % de pertes de parts). La structure géographique de leurs exportations les abrite ainsi partiellement de la montée en puissance commerciale de la Chine. En revanche, leur orientation vers l'Europe de l'Est leur a fait subir la baisse de la croissance économique de ces pays au premier semestre 2003.

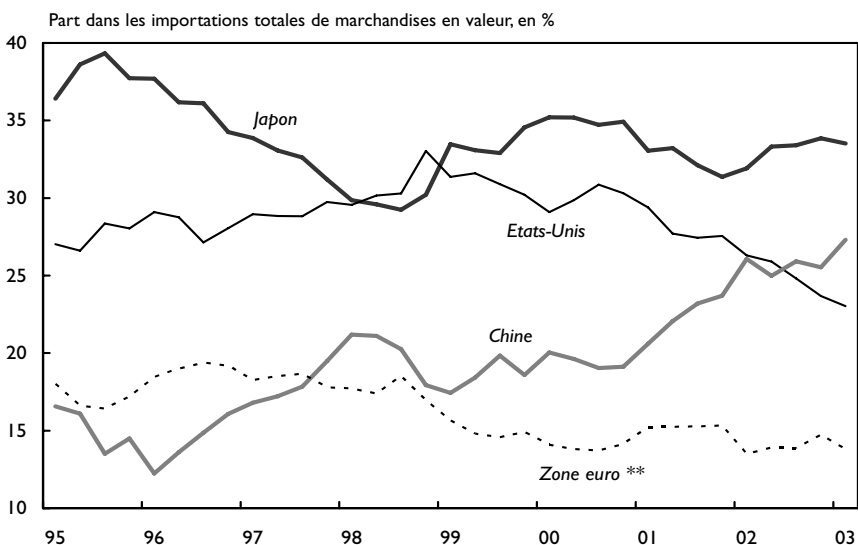
Les exportations de la zone euro souffrent donc de leur faible spécialisation géographique vers les zones de croissance dynamique (États-Unis et Asie) et de la dépréciation récente du dollar. Même s'il n'est pas notable à court terme, le risque existe de voir la position de l'Europe dans le commerce mondial se réduire.

### 30. Parts de marché sur les importations des États-Unis



\* Cinq grands pays.  
Source : Census Bureau, Department of Commerce, calculs OFCE.

### 31. Parts de marché sur les importations des pays asiatiques en croissance rapide\*



\* Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Indonésie, Taiwan, Philippines, Thaïlande, Malaisie.  
\*\* Cinq grands pays.  
Sources : données nationales des pays mentionnés, calculs OFCE.

Achévé de rédiger le 17 octobre 2003.