

Reprise en porte-à-faux

Xavier Timbeau, Eric Heyer, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valerie Chauvin, Gael Dupont, Thierry Latreille, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Florian Pelgrin, et al.

▶ **To cite this version:**

Xavier Timbeau, Eric Heyer, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valerie Chauvin, et al.. Reprise en porte-à-faux : Perspectives 2002-2003 pour l'économie mondiale. Revue de l'OFCE, 2002, 81, pp.11 - 79. 10.3917/reof.081.0010 . hal-03462360

HAL Id: hal-03462360

https://sciencespo.hal.science/hal-03462360

Submitted on 1 Dec 2021

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

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

REPRISE EN PORTE-À-FAUX

Perspectives 2002-2003 pour l'économie mondiale *

La fin de la bulle technologique et financière des années 1996-2000 a conduit à un net ralentissement de la croissance mondiale en 2001 (2,3 % après 4,4 % en 2000). Le repli de l'activité est avant tout industriel et commun à de nombreuses régions du monde : la mondialisation n'est pas un vain mot. Les attentats du 11 septembre 2001 ont eu un impact limité sur l'activité à la fois dans le temps et à certains secteurs. Les politiques économiques ont réagi pour soutenir la croissance et l'OPEP a accepté momentanément un prix du pétrole inférieur à son objectif. Les prix du Brent sont restés proches de 20 dollars jusqu'au début de mois de mars.

L'économie américaine est officiellement en récession depuis un an mais de façon inhabituelle : la consommation des ménages résiste grâce au dynamisme du revenu ; les destructions d'emplois et la baisse de la durée du travail sont compensées par une inflation modérée et par la hausse du salaire horaire nominal. Le Japon a de nouveau plongé dans la récession et ne parvient pas à résoudre sa crise financière. La zone euro n'a pas trouvé les ressorts internes qui lui auraient permis d'échapper au ralentissement de ses partenaires commerciaux. L'activité est atone depuis le deuxième trimestre 2001, la consommation des ménages s'étant nettement infléchie au second semestre, les effets des allègements fiscaux passés s'estompant et le marché du travail se dégradant à nouveau, alors que le taux de chômage reste élevé. Le Royaume-Uni a mieux résisté que les autres pays du G7 du fait d'une demande intérieure plus soutenue. La crise financière argentine n'a que peu affecté le reste de l'Amérique latine. Les pays pétroliers, et notamment la Russie, ont été relativement épargnés par le ralentissement mondial, du fait de la hausse des prix du pétrole en 1999-2000. La plupart des économies d'Europe centrale ont, à l'exception notable de la Pologne, résisté au ralentissement mondial grâce au dynamisme de leur demande interne. La Chine n'a aussi été que peu affectée grâce à la taille de son marché intérieur.

A la fin du premier trimestre 2002, la reprise économique paraît inscrite dans les indicateurs conjoncturels des grands pays industrialisés, à l'exception du Japon. Aux États-Unis, le policy-mix est particulièrement expansionniste. Le taux objectif des fonds fédéraux n'est que de 1,75 % depuis la fin 2001 (soit une baisse de 4,75 points en un an). La croissance devrait cependant repartir sur des rythmes plus modérés que dans la seconde moitié des années 1990, du fait des niveaux atteints par

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

l'endettement privé. Fin 2002, la croissance serait de 2,9 % en glissement et n'accélèrerait pas en 2003. La Réserve fédérale procèderait à un premier resserrement monétaire au début de l'été et les taux courts seraient de 3,7 % fin 2003. Le policy-mix est moins expansionniste dans la zone euro. La BCE a abaissé son taux directeur à 3,25 % (soit une baisse de 1,5 point entre mai et novembre 2001). Les gouvernements et les autorités européennes se sont mis d'accord pour laisser jouer les stabilisateurs automatiques lors du ralentissement de 2001. Les objectifs des programmes de stabilité limitent les marges de manœuvre des politiques budgétaires. En 2002 et 2003, les politiques budgétaires seraient pratiquement neutres dans la zone. La BCE déciderait une première hausse de ses taux directeurs au troisième trimestre, et porterait les taux courts à 4,4 % à la fin 2003.

La reprise se ferait à des rythmes similaires dans la zone euro et aux États-Unis. L'arrêt du déstockage permettrait une reprise technique au premier trimestre. L'investissement progresserait de nouveau dès la mi-2002, mais le bas niveau des taux d'utilisation des capacités de production ne suggère pas de reprise forte avant 2003. La consommation des ménages bénéficierait de la désinflation résultant de la baisse du prix du pétrole en 2002 par rapport à 2001. La parité euro/dollar resterait voisine de 0,87 d'ici la fin 2002 et remonterait légèrement au cours de 2003, lorsque la croissance se consoliderait dans la zone euro.

Le Japon resterait à l'écart de la reprise, la dépréciation du yen et la progression de ses marchés extérieurs ne permettant pas de compenser la faiblesse de la demande interne. Les taux d'intérêt nominaux resteraient proches de zéro. Les marges de manœuvre de la politique budgétaire sont faibles vu le niveau actuel du déficit et de la dette publics.

Le commerce mondial de marchandises retrouverait un rythme de croissance de l'ordre de 8 % à l'horizon 2003 (– 6 % en glissement annuel à la fin 2001), la reprise de l'activité industrielle se diffusant aux pays en développement. La croissance mondiale serait de 2,4 % en 2002 et de 3,6 % en 2003. Le scénario de reprise repose sur un accompagnement des politiques économiques et sur des prix du Brent stables autour de 23 dollars à l'horizon 2003. Sa réalisation est conditionnée à l'évolution de la situation au Proche-Orient, où la montée des tensions en mars a fait remonter le prix du baril de Brent à 25 dollars à la fin du mois. Le scénario suppose aussi que les marchés boursiers, qui font preuve d'une grande volatilité au gré des bonnes nouvelles de conjoncture et des mauvaises nouvelles de scandale financier ou de pertes des entreprises depuis plusieurs mois, ne connaîtront pas de rechute dans les mois qui viennent.

Synthèse

L'économie mondiale a nettement ralenti en 2001, avec une croissance de 2,3 % après 4,4 % en 2000. Les dramatiques attentats du 11 septembre ont eu, indéniablement, un impact direct sur l'activité, mais les réponses rapides de la politique monétaire et budgétaire américaine ont permis d'en limiter l'ampleur. L'éclatement de la bulle technologique a frappé en premier lieu les États-Unis dès la milieu de l'année 2000, provoquant un repli important de l'investissement. Le ralentissement américain s'est rapidement transmis à l'Europe par le canal du commerce mondial, puis de l'investissement. Le Japon s'enfonce dans la crise et les politiques peinent à épurer la situation financière. Le refroidissement de l'activité des entreprises a entraîné une glaciation de leurs activités à l'étranger, et les flux d'investissement direct à l'étranger et le commerce mondial se sont fortement réduits en 2001. Pour autant, le ralentissement a été amorti dans la majorité des pays, au moins sur la première moitié de 2001, par la consommation des ménages. Le triplement du prix du pétrole de 1999 à la mi-2000 a été un des grains de sable qui a enrayé la machine de la croissance mondiale. Symétriquement, sa baisse consécutive aux attentats du 11 septembre 2001 a été une bouffée d'oxygène pour les entreprises. Le cycle économique des différentes zones est synchronisé parce que les entreprises semblent opérer sur une base plus internationale que par le passé ; la mondialisation n'est pas un vain mot.

À la fin du premier trimestre 2002, la reprise de l'activité économique paraît acquise. La fin du déstockage dans l'ensemble des pays développés la rendrait même très vigoureuse au premier semestre 2002. Le regain de l'activité au-delà est conditionné au ré-enclenchement de l'investissement. Celui-ci progresserait de nouveau dès la mi-2002, mais le bas niveau des taux d'utilisation des capacités de production, en Europe et encore plus aux États-Unis, ne permet pas de prévoir une reprise forte avant 2003. Ce n'est qu'à partir du début de 2003 que pourraient apparaître de réelles contraintes de capacité, les entreprises étant alors prises en ciseau entre le comportement passé d'investissements prudents (en particulier en 2001) et le rebond de l'activité. La reprise de l'investissement s'appuierait aussi sur un regain d'innovations autour des technologies de l'information et de la communication (TIC), la vague d'innovations n'étant vraisemblablement pas épuisée. La nature de certaines composantes de l'investissement, en particulier l'investissement en TIC, pourrait impliquer des cycles plus courts d'investissement et éventuellement de l'activité.

Une croissance vraiment vigoureuse dans le courant 2002 est un scénario possible. Ce n'est pas celui que nous avons retenu, puisque nous considérons que la reprise est hypothéquée par plusieurs facteurs. Premièrement, les marchés du travail en Europe et aux États-Unis se sont dégradés et pourraient induire un ralentissement de la consommation

des ménages sur la première moitié de 2002. S'il est d'une grande ampleur, il pourrait justifier un scénario en W en 2002. Deuxièmement, la politique monétaire européenne souffre d'une crédibilité encore fragile, et la politique budgétaire est confuse, du fait des contradictions entre les politiques annoncées et les engagements liés au Pacte de stabilité. Troisièmement, le niveau de l'endettement privé aux États-Unis est élevé et la dévalorisation des actifs boursiers l'a rendu presque insoutenable. Certes, une nouvelle flambée spéculative pourrait alléger cette contrainte, mais cet endettement excessif peut limiter la croissance à terme.

La croissance mondiale n'accélèrerait guère en 2002 (2,4 %), mais seulement en 2003 (3,6 %).

L'ampleur limitée de l'impact des attentats sur l'activité américaine…

Les attentats du 11 septembre sont intervenus dans une situation d'incertitude élevée et ont donc provoqué des chutes importantes des indicateurs de confiance et des marchés boursiers. Ces chutes ont été plutôt rapidement corrigées, l'incertitude politique générée par les attentats s'estompant rapidement et les politiques économiques réagissant positivement. L'impact macroéconomique semble donc limité dans le temps et à certains secteurs (encadré 1). Le ralentissement synchronisé de l'économie mondiale, en cours depuis la mi-2000, s'est poursuivi mais selon un profil différencié suivant les pays (graphique 1).

1. Impact des attentats du 11 septembre 2001 sur l'économie américaine

D'un point de vue strictement économique, au-delà de l'impact psychologique à très court terme, des perturbations dans les transports aériens et de la fermeture temporaire des marchés, l'impact macroéconomique des attentats du 11 septembre 2001 est limité. La contraction circonscrite à un seul trimestre du PIB américain (– 0,3 % au troisième trimestre) suivie d'une forte croissance (0,4 %) le suggère. Une évaluation grossière du poids des secteurs touchés par les attentats et de la perte de production occasionnée par la cessation temporaire de leur activité débouchait sur une ponction sur la croissance de 0,3 point au troisième trimestre [1]. Les constructeurs automobiles, dans un élan patriotique, ont proposé en octobre 2001 des prêts à taux zéro qui ont remporté un vif succès et ont aidé à l'élimination des stocks. Hors achats d'automobiles,

1. « Un monde si fragile — États-Unis : mobilisation générale », *Revue de l'OFCE*, n° 79, octobre 2001.

la consommation des ménages n'aurait progressé « que » de 0,7 % au quatrième trimestre et le PIB aurait baissé de 0,3 %. Ce dernier chiffre doit aussi être corrigé de la contribution négative des variations de stocks d'automobiles : la croissance est alors de 0,1 %.

L'impact macroéconomique à court terme a également été fortement limité par les interventions des autorités monétaire et budgétaire. La Réserve fédérale a baissé son taux directeur dès le 17 septembre (hors réunion du Comité de la Réserve fédérale), puis de nouveau le 2 octobre et le 6 novembre de 0,5 point à chaque fois. Le taux des *Federal Funds* atteint alors 2 %, son niveau le plus bas depuis le début des années 1960. En plus de ces mouvements de taux, la Réserve fédérale a parfaitement bien géré, en coordination avec les autres banques centrales, les pénuries de liquidités causées par la fermeture temporaire des marchés financiers américains. Du côté de la politique budgétaire, la réaction immédiate du gouvernement a été conséquente et a incontestablement donné une impulsion temporaire à la croissance : 40 milliards de dollars de dépenses d'urgence ont été débloqués par le Congrès dès le 14 septembre au titre de la reconstruction de New York et de l'effort de guerre ; 15 milliards de dollars ont été débloqués le 21 septembre pour renflouer les compagnies aériennes. Une augmentation importante du budget militaire, la plus importante depuis les années Reagan, est prévue pour 2002 et 2003. En revanche, les autorités budgétaires ont raté l'occasion d'une réhabilation de la politique budgétaire en tant qu'instrument de régulation de la croissance, du fait de l'opposition forte entre la chambre des Représentants (républicaine) et le Sénat (démocrate) sur le plan de relance le plus adapté. Le plan de 42 milliards de dollars sur 10 ans voté début mars 2002 par la chambre et le Sénat vient un peu tard, mais il a le mérite d'exister. Les deux principaux points de ce plan sont l'extension de 13 semaines de la durée d'indemnisation du chômage et une fiscalité plus avantageuse pour les entreprises (sous la forme d'un amortissement des nouveaux investissements de 30 % sur 3 ans et d'un report des pertes autorisé pendant 5 ans).

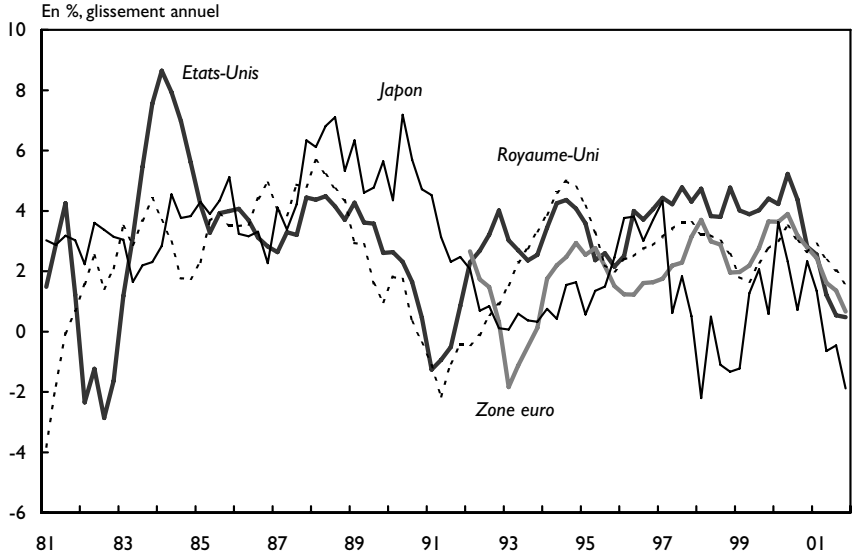
Un mouvement de repli a été observé sur les marchés boursiers. Le Dow Jones et le S&P500 ont perdu respectivement 12 % et 11 % en variation mensuelle en septembre. Les pertes subies ont été compensées sur les marchés américains alors même que les pays européens n'ont que difficilement retrouvé les niveaux d'avant septembre. Les attentats ont sans doute précipité la baisse des Bourses qui s'inscrivait déjà dans un mouvement plus long depuis le premier trimestre de l'année 2000. Le recul généralisé des cours des actions était dans une large mesure lié aux incertitudes concernant les conséquences des attentats sur l'économie mondiale. Parallèlement, les investisseurs ont identifié les secteurs ou les entreprises dont les bénéfices seraient les plus touchés : les actions des compagnies du secteur aérien ont subi les plus grosses pertes. Les actions des assurances ont également chuté mais sont rapidement remontées lorsque les agents ont anticipé la future demande croissante de services d'assurance. *In fine*, les titres militaires ont aussi bénéficié d'une forte valorisation.

Si l'impact macroéconomique semble limité, l'impact sectoriel (sur les industries de la finance, des transports aériens, des loisirs collectifs et du tourisme) ou local (sur l'économie du district de Manhattan) est lui conséquent. Par exemple, les dépenses (en volume) de tourisme des américains ont chuté d'un tiers et les dépenses des étrangers de 30 % en cumul sur septembre et octobre 2001. Cette chute a été immédiatement corrigée sur novembre et décembre puisque les dépenses de tourisme des américains ont progressé d'un tiers sur

cette période et les dépenses des étrangers de 27 %. L'emploi dans les services hôteliers a baissé de 3,6 % entre septembre et décembre 2001, avant de progresser de 0,5 % sur les deux premiers mois de l'année 2002 (soit plus que la moyenne de 0,2 % par an entre 1992 et 2000). Les dépenses de loisirs n'ont baissé qu'en septembre. La peur d'autres attaques terroristes dans des lieux publics à concentration intense de population n'a donc pas perduré.

A plus long terme, il est possible que les succès économiques engrangés par les États-Unis depuis la fin de la guerre froide, et donc en temps de paix, soient d'une manière ou d'une autre remis en question dans les années à venir. La lutte contre le terrorisme et l'accroissement des mesures de sécurité intérieure pourraient réduire la croissance et rendre plus difficile l'innovation, et donc réduire les gains de productivité.

1. Évolution du PIB des principaux pays industriels



Sources : BEA, EPA, Eurostat, ONS.

... ne doit pas faire oublier le ralentissement marqué de l'économie mondiale qui a frappé toutes les économies industrielles à des degrés divers...

Avec une augmentation de 2,2 % du PIB, le Royaume-Uni a connu la plus forte croissance des pays du G7 en 2001. Le Royaume-Uni n'a néanmoins pas été épargné par le ralentissement mondial. La demande intérieure est à la fois à l'origine de cette résistance de la croissance

britannique puis à l'origine de son infléchissement. À l'opposé du Royaume-Uni, l'infléchissement de la croissance japonaise est, après celle des États-Unis, la plus importante des pays du G7. Le Japon est de nouveau engagé dans un crise grave. La croissance du PIB est négative pour le troisième trimestre consécutif, plombée par le marasme de la demande intérieure.

Les États-Unis et la zone euro suivent un chemin globalement similaire depuis début 2001, modifié temporairement par les attentats. La croissance américaine a été directement affectée au troisième trimestre alors que la croissance européenne en a subi le contrecoup au quatrième.

L'éclatement de la bulle technologique a frappé en premier lieu les États-Unis dès le milieu de l'année 2000, provoquant un repli important de l'investissement des entreprises et une correction boursière majeure, mettant un terme à l'euphorie sans doute exagérée des investisseurs. Le ralentissement de la croissance américaine, particulièrement marqué après la période faste de la seconde moitié des années 1990, ne ressemble pas à une récession habituelle. La situation de récession (déclarée depuis mars 2001) repose exclusivement sur la forte baisse de la production et de l'emploi, alors que les ventes industrielles et commerciales sont restées plutôt stables et que le revenu des ménages, avant transferts, n'a cessé de progresser. La quasi-stagnation de l'activité depuis la mi-2000 repose sur le jeu contraire des composantes de la croissance, qui donne toute sa particularité au ralentissement en cours. La forte baisse de l'investissement productif, des exportations et le déstockage massif sont compensés par la croissance de la consommation des ménages, des dépenses publiques, de l'investissement résidentiel et la baisse des importations.

Après une croissance exceptionnelle de 3,4 % en 2000, l'activité de la zone euro a rapidement ralenti et est atone depuis le deuxième trimestre 2001. Les signes de reprise perceptibles au cours de l'été 2001 ont fait long feu, les évènements du 11 septembre ayant ébranlé le renouveau fragile de la confiance des industriels et des ménages. Le ralentissement américain s'est rapidement transmis à l'Europe par le canal du commerce mondial, puis à l'investissement. Dans presque tous les pays européens, le taux d'investissement a baissé dès le premier trimestre 2001. Ce retour sur les perspectives d'investissement traduit une révision des perspectives offertes par les TIC, en particulier dans le secteur des télécommunications, mais résulte aussi d'une nécessaire mise à plat des organisations après une croissance forte pendant quatre années. En revanche, les délais dans la transmission au marché du travail du ralentissement de l'activité des entreprises ainsi que les baisses d'impôts ont soutenu le revenu des ménages au cours du premier semestre 2001. La consommation s'est ensuite nettement infléchie au cours du second semestre, les effets des allègements fiscaux s'estompant et le marché du travail se dégradant. Au-delà de ce constat général, les divergences de situation restent importantes entre pays de la zone.

L'Allemagne est, des grands pays de la zone, celui qui a connu le plus fort ralentissement : la baisse de l'activité de 0,5 % constatée sur les deux derniers trimestres est la plus forte depuis 1993. Les causes de cette mauvaise performance sont essentiellement imputables à la demande intérieure (et plus particulièrement à la consommation des ménages), la contribution du commerce extérieur ayant été fortement positive (tableaux 1 et 2). L'Allemagne a en effet pleinement bénéficié de sa présence commerciale importante dans les PECO qui ont été relati-

1. Contributions à la croissance

En %

Pays	Croissance du PIB		Demande intérieure		Variations de stocks		Commerce extérieur	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Allemagne	3,2	0,7	1,8	0,0	0,3	– 0,9	1,1	1,6
Espagne	4,1	2,8	4,5	2,8	– 0,1	0,1	– 0,2	– 0,1
France	3,6	2,0	3,4	2,7	0,4	– 1,0	– 0,2	0,4
Italie	2,9	1,8	3,3	1,6	– 1,1	0,0	0,8	0,2
Zone euro	*3,4*	*1,5*	*2,8*	*1,3*	*0,0*	*– 0,5*	*0,6*	*0,7*
Royaume-Uni	3,0	2,2	4,1	3,1	– 0,3	– 0,2	– 0,7	– 0,8
Japon	2,2	– 0,4	1,8	0,3	0,5	– 0,7	– 0,1	0,0
États-Unis	4,1	1,2	5,1	2,3	– 0,1	– 1,2	– 0,9	– 0,1

Source : Calculs OFCE à partir des sources nationales.

2. Contributions au ralentissement de la croissance entre 2000 et 2001 : un classement

En %

Ralentissement du PIB		Demande intérieure		Variations de stocks		Commerce extérieur	
Irlande	– 7,3	Irlande	– 3,6	Belgique	– 1,7	Irlande	– 3,0
Finlande	– 4,9	États-Unis	– 2,8	Finlande	– 1,7	Finlande	– 2,6
Belgique	– 2,9	Portugal	– 2,4	Pays-Bas	– 1,7	Italie	– 0,6
États-Unis	– 2,9	Autriche	– 2,3	France	– 1,4	Royaume-Uni	– 0,1
Pays-Bas	– 2,9	Allemagne	– 1,8	Allemagne	– 1,2	Espagne	0,1
Allemagne	– 2,5	Espagne	– 1,7	États-Unis	– 1,1	Portugal	0,1
Autriche	– 2,2	Italie	– 1,7	Irlande	– 0,7	*Zone euro*	*0,1*
Zone euro	*– 1,9*	Pays-Bas	– 1,7	Autriche	– 0,5	Belgique	0,4
Portugal	– 1,7	Japon	– 1,5	*Zone euro*	*– 0,5*	Pays-Bas	0,4
France	– 1,6	*Zone euro*	*– 1,5*	Grèce	– 0,2	Allemagne	0,5
Espagne	– 1,3	Grèce	– 1,1	Espagne	0,2	Autriche	0,6
Italie	– 1,1	France	– 0,7	Royaume-Uni	0,2	France	0,6
Grèce	– 0,8	Finlande	– 0,6	Portugal	0,6	Grèce	0,6
Royaume-Uni	– 0,6	Royaume-Uni	– 0,6	Italie	1,1	États-Unis	0,8

Source : Calculs OFCE à partir des sources nationales.

vement épargnés jusqu'à la mi-2001. Aux côtés de l'Allemagne, on trouve un groupe de petits pays très ouverts dont la croissance s'est aussi nettement infléchie (Finlande, Belgique, Irlande, Luxembourg, Pays-Bas). La Finlande et l'Irlande ont été particulièrement affectées par le retournement de l'industrie des TIC. L'Italie a atteint une croissance en moyenne annuelle plus forte que celle de la zone, ce qui n'avait pas été le cas durant toute la seconde moitié des années 1990. Ce résultat s'explique par une bonne performance en début d'année, car ensuite l'infléchissement est similaire au reste de la zone. Contrairement à l'Allemagne, c'est la demande intérieure (et plus précisément l'investissement aussi bien privé que public) qui a soutenu la croissance alors que le commerce extérieur la tirait vers le bas. La croissance française est aussi restée supérieure à celle de ses partenaires allemand et italien, grâce à un infléchissement moindre de la demande intérieure (dû essentiellement à une consommation des ménages plus dynamique) et à une contribution positive du commerce extérieur. L'Espagne est restée dans le peloton de tête grâce à une meilleure résistance de sa demande intérieure.

... mais tous les pays ont réduit fortement leurs stocks et leurs importations

Une des caractéristiques les mieux partagées du retournement de la conjoncture mondiale est celle d'une contribution très négative des variations de stocks. Si le mouvement est le même, le *timing* est différent d'un pays à l'autre. Les États-Unis ont ajusté immédiatement leurs stocks, amputant leur croissance de plus de 2 points en un an et demi. La France et l'Allemagne ont réagi plus tardivement (à partir du début 2001) et dans une ampleur similaire. En revanche l'Espagne, le Royaume-Uni et l'Italie se distinguent par une contribution respectivement posivite, nulle et moins négative (que les autres pays). Les évolutions des stocks en Italie illustrent et confirment la déconnexion depuis 1998 du cycle des stocks italien de celui de ses partenaires.

Le ralentissement du commerce mondial a eu un impact plus nuancé : pour nombre de pays industriels (à l'exception là encore du Royaume-Uni et de l'Italie) la contribution du commerce extérieur (de biens et services) au ralentissement de la croissance est positive car l'ajustement de la croissance des importations a été plus important que l'ajustement de la croissance des exportations. Cela ne doit néanmoins pas occulter le repli effectif du commerce mondial de marchandises en 2001, après une accélération record en 2000. Le ralentissement de l'économie mondiale a porté le rythme de croissance des échanges de 14 % en glissement au second semestre 2000 à – 6 % à la fin 2001. Ce tassement brutal du commerce mondial a affecté tout particulièrement les

économies d'Asie et d'Amérique latine. Du côté de l'Asie, Hong Kong, Singapour, Taiwan et la Malaisie sont les plus engagés commercialement avec les États-Unis et/ou spécialisés sur le secteur de l'électronique. Du côté de l'Amérique latine, la crise financière, circonscrite à l'Argentine, n'a que peu affecté la zone, davantage exposée à la contraction des marchés étrangers et à la baisse du prix des matières premières.

Prix du pétrole, taux de marge et inflation : une équation difficile

Le triplement du prix du pétrole de 1999 à la mi-2000 a eu des conséquences importantes sur l'inflation et le pouvoir d'achat des ménages. Il a été un des grains de sable qui a enrayé la machine de la croissance mondiale. Symétriquement, sa baisse consécutive aux attentats du 11 septembre 2001 a été une bouffée d'oxygène pour les entreprises. Depuis les attentats et jusqu'à début mars, le pétrole est resté aux alentours de 20 dollars, soit une baisse de 35 % sur un an. Ce bas niveau, malgré l'intensité des incertitudes géopolitiques, s'explique par la politique très accommodante de l'OPEP qui a accepté momentanément un prix inférieur à son objectif.

Dans les cinq grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Pays-Bas, Espagne), les entreprises ont répondu à la hausse du prix du pétrole en augmentant leurs prix de vente. Le ralentissement économique de 2001 a créé une tension supplémentaire sur les coûts salariaux unitaires des entreprises, essentiellement en raison des retards d'ajustement de l'emploi sur l'activité, qui ont induit un ralentissement assez net de la productivité dans les grands pays. La baisse du prix du pétrole en 2001, et aussi la relative maîtrise des progressions salariales, ont permis de soulager les tensions inflationnistes. Les entreprises n'ont néanmoins pas ajusté en 2001 leurs prix de vente dans la proportion permise par la baisse du prix des matières premières. L'ampleur des ajustements de prix et l'évolution des taux de marge ont été différentes d'un pays à l'autre. Le maintien des taux de marge en France et en Allemagne s'est fait au prix d'une accélération (encore modérée) de l'inflation. En Espagne et en Italie, le taux de marge a continué de progresser en 2001, dans un contexte de forte maîtrise des coûts salariaux unitaires (CSU). La situation américaine est encore autre puisque, en dehors d'une courte période (entre 1999 et la mi-2000) où il s'est légèrement redressé, le taux de marge se dégrade continuement depuis 1997. Il faut néanmoins distinguer deux périodes à partir de la mi-2000. La forte hausse des CSU sur la seconde moitié de 2000 combinée au ralentissement des prix de valeur ajoutée explique l'infléchissement net du taux de marge à partir de cette date. La moindre progression des CSU en 2001 explique un certain ralen-

tissement de la baisse du taux de marge. Il s'est même légèrement redressé au quatrième trimestre.

Les attentats ont contribué à accentuer le climat de défiance dans lequel les entreprises baignaient et ont accéléré le mouvement de correction dans l'appréciation de la situation effective des entreprises, tant en Europe qu'aux États-Unis. La suspicion qui naît aujourd'hui quant à l'honnêteté des comptes des entreprises découle de ce ralentissement tout en l'accentuant, et rend plus difficile pour les entreprises l'accès aux capitaux. Le pari tenu par certaines entreprises au cours de l'année 2001 que la situation se redresserait suffisamment rapidement pour ne pas avoir à rendre compte d'opérations douteuses se révèle impossible à tenir plus longtemps ; le maquillage des comptes doit faire place à une opération vérité.

L'accélération de l'inflation dans la zone euro et aussi aux États-Unis entre le printemps 1999 et la mi-2000 est pour une bonne part liée à la hausse du prix du pétrole. Mais cette hausse n'a fait qu'alimenter l'inflation sous-jacente en accélération depuis le début 2000, accélération plus marquée aux États-Unis que dans la zone euro. En 2001, les évolutions se différencient encore plus, la zone euro étant confrontée d'une part à une progression soutenue du prix des biens alimentaires et d'autre part à une nette accélération de son inflation sous-jacente, alors que l'inflation sous-jacente américaine reste stable aux alentours de 2,7 %. La baisse du prix du pétrole est quand même visible puisque l'inflation de la zone euro atteint 2,1 % en glissement fin 2001, après 2,6 % fin 2000. Aux États-Unis, ces mêmes chiffres sont respectivement de 1,9 et 3,4 %. L'inflation au Royaume-Uni reste la plus basse de l'Union européenne (UE) avec un glissement annuel de 1,3 % en février 2002 (contre 2,3 % pour l'UE). La situation de déflation dans laquelle se trouve le Japon est particulière, mais la tendance est la même. Partie d'un point bas de – 1,2 % en glissement annuel en novembre 1999, l'inflation a atteint – 0,3 % en février 2001, avant de repartir immédiatement à la baisse, jusqu'à – 1,4 % de nouveau en janvier 2002. La baisse des prix sous-jacente, relativement stable autour de – 1 % en glissement annuel au tournant des années 2000-2001, affiche une légère décélération depuis avril 2001.

Politiques économiques : interventionnisme puis attentisme

Face au ralentissement de la croissance, les autorités budgétaires et monétaires des grands pays industriels ont réagi différemment, accompagnant plus ou moins bien l'infléchissement et de ce fait conditionnant de manière plus ou moins favorable la reprise. La politique économique japonaise est un cas à part, ne disposant de quasiment aucune marge de manœuvre supplémentaire pour sortir l'économie de la déflation.

L'activisme américain, sur les plans monétaire et budgétaire, exceptionnellement exacerbé par les attentats, contraste avec la politique européenne, contrainte par les règles budgétaires du Pacte de stabilité et une crédibilité encore fragile. La politique économique britannique est intermédiaire : l'impulsion budgétaire positive, inscrite dans les budgets précédents, est venue à point nommé ; la politique monétaire a réagi rapidement au ralentissement tout en devant freiner son action du fait du dynamisme de la demande intérieure.

La politique monétaire des États-Unis a été très expansionniste comme en témoignent les baisses des taux d'intérêt directeurs et les opérations d'*open market*. Parti de 6,5 % fin 2000, le taux des *Federal Funds* atteint 1,75 % fin 2001. La Banque centrale européenne (BCE) ainsi que la Banque d'Angleterre ont adopté une attitude un peu moins accommodante, mais néanmoins réactive. Le taux directeur de la BCE se situe en en novembre 2001 à 3,25 %. Le taux directeur de la Banque d'Angleterre atteint pour sa part un niveau historique bas de 4 %. Dans le même temps, on a constaté un fort accroissement des agrégats monétaires au sens large. Cette hausse n'est cependant pas génératrice de pressions inflationnistes. La baisse des taux a conduit à un fort refinancement des prêts hypothécaires à taux variables. Quant au Japon, les taux d'intérêt nominaux sont restés proches de zéro et il se retrouve dans une situation où les taux d'intérêt réels sont positifs alors que le taux de croissance du PIB est négatif. La Banque du Japon a également injecté de nombreuses liquidités dans l'économie et soutient la dépréciation du yen.

Les marchés financiers ne savent pas sur quel pied danser

Les marchés boursiers sont caractérisés par un mouvement de repli en liaison avec la tendance baissière observée depuis le premier trimestre de l'année 2000 et les attentats. Les pertes subies en septembre 2001 n'ont été que partiellement compensées suivant les pays. Paradoxalement, le marché boursier américain a beaucoup mieux résisté que le marché européen. Les marchés boursiers font preuve d'une grande volatilité au gré des bonnes nouvelles de conjoncture et des mauvaises nouvelles de scandale financier ou de pertes des entreprises. Par ailleurs, l'incertitude macroéconomique a induit une plus forte aversion pour le risque, notamment vis-à-vis des pays émergents. Enfin, même s'il existe encore un potentiel pour les nouvelles technologies, les performances des différents marchés sont contrastées et les valeurs télécommunications restent malmenées.

L'évolution des taux de change montre la prédominance du dollar comme monnaie internationale, la dépréciation du yen et l'évolution relativement neutre de la livre Sterling. En particulier, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar et de la livre Sterling.

Une reprise technique certes forte mais qui occulte les problèmes de fond

La croissance mondiale atteindrait 2,4 % en moyenne annuelle en 2002, soit seulement 0,1 point de plus qu'en 2001, puis accélèrerait à 3,6 % en 2003 (tableau 3). Ces performances, somme toute moyennes, masquent un mouvement de reprise assez net qui s'enclenche à partir de la mi-2002. Le rebond de croissance pourrait être plus vigoureux encore si ce n'étaient les incertitudes entourant la reprise de l'investissement, le dynamisme du marché du travail et l'impulsion des politiques économiques. Ce rebond s'appuie exclusivement sur l'impulsion technique donnée par le moindre déstockage au premier trimestre 2002. Dès lors que les entreprises ne peuvent plus répondre à la demande en puisant uniquement dans leurs stocks, elles augmentent leur production. L'augmentation du nombre d'heures travaillées génère du revenu et donc de la consommation et donc des nouvelles commandes. Finalement, les entreprises embauchent et investissent de nouveau.

La reprise de l'investissement s'appuierait aussi sur un regain d'innovations autour des TIC. L'investissement progresserait de nouveau dès la mi-2002, mais le bas niveau des taux d'utilisation, en Europe et encore plus aux États-Unis, ne permet pas de prévoir une reprise forte avant 2003. Une des conditions nécessaires à une reprise solide de l'investissement est la maîtrise des coûts salariaux unitaires, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe, et plus particulièrement en France et en Allemagne. L'amélioration de la situation des entreprises suppose que le marché du travail reste au moins sur la première moitié de l'année 2002 encore peu actif, les gains de productivité ainsi dégagés permettant de contenir les coûts salariaux nominaux. Le risque inflationniste serait écarté et soutiendrait les taux de marge. Les hausses de salaires seraient modérées compte tenu de la dégradation de la situation du marché du travail. Cette évolution est plausible dans la mesure où les prix à la consommation ne connaîtraient pas d'accélération supplémentaire due à des facteurs exogènes comme les prix alimentaires ou du pétrole.

Mais une diminution peu rapide du taux de chômage impliquerait une consommation des ménages prudente. Cette dernière profiterait au moins d'un pouvoir d'achat bénéficiant du ralentissement de l'inflation, lui-même soutenu par la baisse du prix du pétrole en 2002 par rapport à 2001. Selon nos hypothèses sur les fondamentaux, le prix du pétrole atteindrait 23 dollars fin 2002 et resterait à ce niveau en 2003. Ce scénario ne retient pas comme hypothèse centrale le risque d'un nouveau choc pétrolier lié aux tensions au Proche-Orient. Dans le cas des États-Unis, deux autres facteurs soutiendront la reprise : la faiblesse initiale des taux d'intérêt et l'impulsion budgétaire. L'enclenchement de la reprise américaine est l'élément essentiel : il est le signal attendu par tous pour consolider la reprise mondiale, par le canal du commerce.

3. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

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

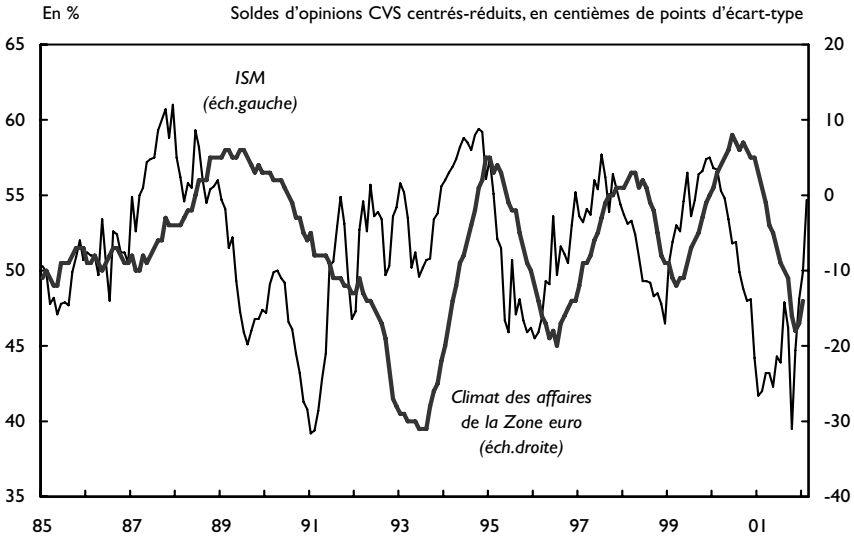
1. Pondération selon le PIB et les PPA de 1996.
2. Y compris Turquie.
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE.

Dans notre scénario, la reprise technique suffirait donc à enclencher la reprise générale de l'activité. Ce scénario est conforté (voire amélioré) par l'indicateur avancé de l'OFCE qui indique une croissance au premier trimestre 2002 de 1,2 % dans la zone euro, puis de 0,6 % au deuxième trimestre. Un indicateur similaire pour les États-Unis donne des chiffres également forts (respectivement 1 % et 0,9 %). Dans notre prévision, à la mi-2002, la croissance dans la zone euro serait de 0,9 % en glissement

annuel, de 1,3 % aux États-Unis. Fin 2003, la croissance dans la zone euro atteindrait 2,7 % en glissement et la croissance américaine 2,8 %.

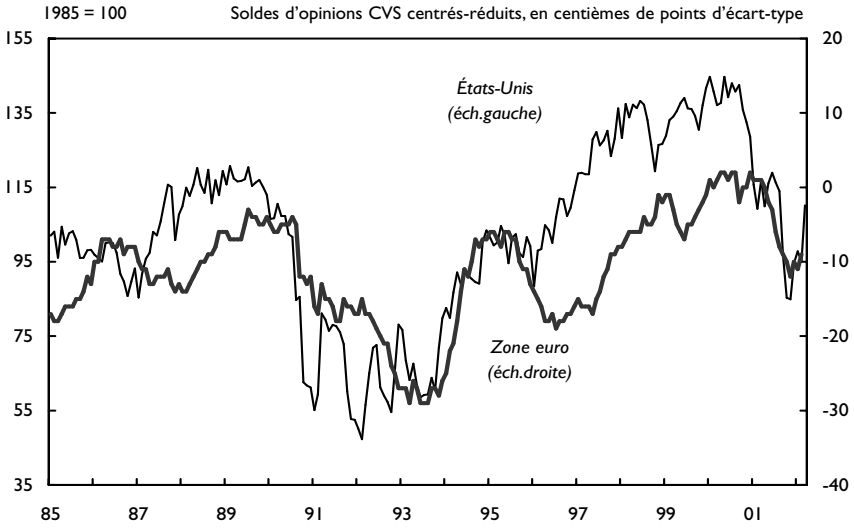
Ce scénario s'appuie également sur les signaux de reprise manifestes dans les indicateurs conjoncturels, en particulier la confiance des ménages et le climat général des affaires (graphiques 2 et 3).

2. Indicateurs de confiance dans l'industrie aux États-Unis et dans la zone euro



Sources : Institute of Supply Management, Commission européenne.

3. Indicateurs de confiance des ménages aux États-Unis et dans la zone euro



Sources : The Conference Board, Commission Européenne.

La similitude des scénarios américain et européen masque des différences de fond. Contrastant avec les choix de politique économique aux États-Unis (réductions d'impôts et augmentation des dépenses), la politique budgétaire dans la zone euro serait légèrement restrictive en 2002. Elle serait tout juste neutre en 2003, la contrainte du Pacte de stabilité s'atténuant, alors que la politique budgétaire américaine serait légèrement restrictive. En 2003, les États-Unis continueraient par ailleurs d'être contraints par le niveau élevé de l'endettement privé. C'est pourquoi, fin 2003, les États-Unis resteraient en-deçà de leur potentiel alors que la zone euro l'atteindrait (graphique 4). Pour autant, cette impression d'une zone euro plus dynamique ne doit pas faire oublier qu'atteindre son potentiel ne suffit pas à réduire le chômage. La croissance allemande resterait inférieure à la moyenne de la zone euro, la croissance italienne repasserait en dessous et la croissance espagnole continuerait d'être supérieure.

4. Écart de production aux États-Unis et dans la zone euro*



* L'écart de production est l'écart du PIB à son niveau tendanciel, mesuré ici par un filtre HP.
Sources : Eurostat, BEA, instituts statistiques nationaux, calculs et prévisions OFCE.

Les anticipations de reprise de l'activité économique américaine laissent à penser qu'un resserrement des taux d'intérêt interviendrait dans un avenir proche. Cependant, le tempo de la politique monétaire tiendra compte de la situation d'endettement des agents, du problème du déficit courant et de l'impact sur le prix des actifs. Notre prévision de taux est donc plus prudente que celle inscrite dans les anticipations

des marchés. Les taux courts se situeraient à 2,8 % fin 2002 et à 3,7 % fin 2003. Combinés à un scénario de reprise modeste et donc à l'absence de tensions inflationnistes, l'apparition d'un déficit budgétaire ne conduirait qu'à une augmentation limitée des taux longs à l'horizon 2003. Le tempo de la politique monétaire du Royaume-Uni devra essentiellement tenir compte de la situation d'endettement des agents. Les taux courts atteindraient 5,3 % fin 2003. La BCE est confrontée à des incertitudes différentes : respect du Pacte de stabilité, crédibilité encore fragile, décalage du cycle conjoncturel et évolution des prix. Ainsi, la BCE n'interviendrait pas avant le troisième trimestre 2002. Les taux courts atteindraient 4,4 % fin 2003. Quant au Japon, les mauvais jours sont encore à venir et la priorité demeure l'épuration des créances douteuses et la recapitalisation des banques. Le taux directeur ne connaîtrait pas de hausse avant le début de 2003.

2. Quels risques à l'horizon 2003 ?

Les risques sous-jacents au scénario de croissance américaine illustrent une bonne part des risques globaux auxquels la croissance mondiale est confrontée à l'horizon 2003. Une croissance américaine plus forte est toujours possible compte tenu de la capacité de ce pays à surprendre, mais la balance penche plutôt vers une croissance plus faible, avec un scénario en W. En particulier, la progression de l'indicateur avancé ne garantit pas le bon déroulement du scénario central. En effet, l'effet positif de la hausse des délais de livraison sur le restockage pourrait n'être que transitoire. La hausse de la confiance des ménages reste hésitante. Les nouvelles commandes restent orientées à la baisse. La Bourse le restera tant que les perspectives de profit ne seront pas indubitablement meilleures. A la suite du scandale lié à la faillite d'Enron, la hausse de la Bourse pourrait rester durablement modérée, la suspicion de manipulation comptable mettant une ombre sur la progression des profits. Dans la mesure où les profits et les taux de marge des entreprises restent dégradés fin 2001, les déterminants d'un rebond de l'investissement restent hypothétiques.

Les politiques économiques ont un rôle important à jouer dans ce contexte, par les signaux qu'elles envoient et les mesures qu'elles prennent. Mais là encore des risques pèsent, en particulier en Europe où les objectifs d'équilibre des soldes publics à l'horizon 2004-2005 imposés dans le Pacte de stabilité impliquent des politiques budgétaires au minimum neutres si ce n'est restrictives. Les États européens annoncent atteindre l'équilibre de leur finances publiques en 2004 alors que le ralentissement de 2001 rend cette contrainte encore plus forte. De plus, se pose la question du jeu coopératif ou non de la BCE face à des politiques budgétaires jugées trop expansionnistes (ces dernières sont prises entre deux réalités : le soutien de la croissance et le respect des objectifs de solde). La BCE saura-t-elle accompagner la reprise européenne ? Du côté américain, la marge de manœuvre n'est pas beaucoup plus grande compte tenu des déséquilibres persistants de l'économie américaine (endettement des ménages et déficit courant pour n'en citer que deux), mais la Réserve fédérale

a pour elle une plus grande crédibilité et une réputation de souplesse et de savoir-faire.

En sus de ces risques et des risques spécifiques à chaque pays, deux autres risques globaux peuvent être identifiés. La maîtrise des coûts salariaux unitaires n'est pas une certitude, et donc l'atténuation des tensions inflationnistes non plus. Le risque inflationniste est un risque indépendant, mais il pourrait être exacerbé par une nouvelle hause du prix du pétrole. Or, la récente flambée des prix du pétrole accroît la probabilité d'un tel risque. En un mois, le prix du baril a effacé toute la baisse acquise depuis septembre dernier. Cette hausse reflète la prime exigée par les marchés en cas d'éclatement du conflit à l'ensemble du Proche-Orient. Tant que les tensions ne sont pas désamorcées, la demande spéculative peut alimenter des prix élevés. Il paraît cependant peu probable que des risques d'insuffisance de l'offre au regard de la demande se posent réellement (compensation de la production par l'Arabie saoudite en cas de retrait de certains pays, désaccord au sein des pays producteurs sur un éventuel embargo pétrolier proposé par l'Irak). Les prix pourraient donc se maintenir à des niveaux élevés (autour de 30 dollars) encore quelques temps, avant de se détendre. Ils viendraient alors fragiliser une reprise encore timide. Un tel choc, en plus de son impact sur l'inflation et le pouvoir d'achat des ménages, rendrait encore plus difficile la situation des entreprises, après l'avoir soutenue pendant la phase de détente des prix de septembre 2001 à février 2002.

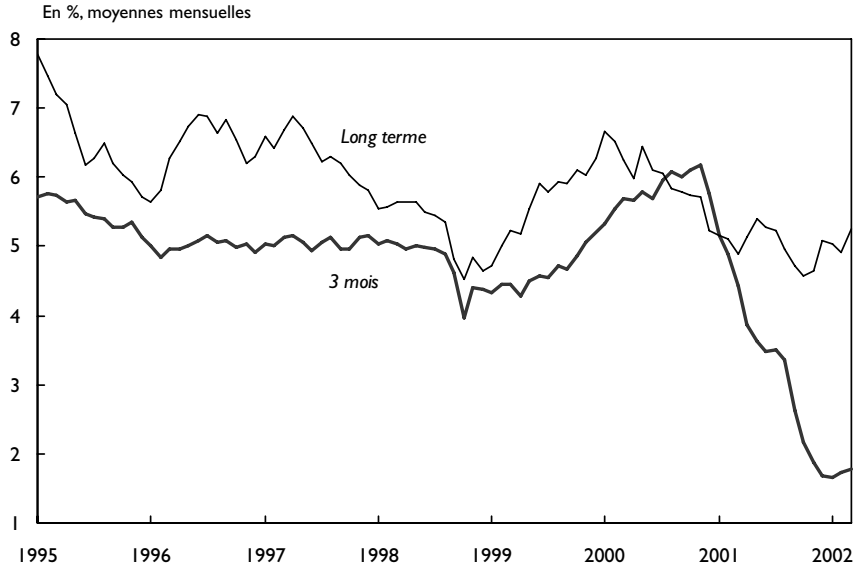
Les marchés financiers ne savent pas sur quel pied danser

Politiques monétaires : interventionnisme puis attentisme

Le modèle de la politique monétaire américaine...

En l'espace d'un an (entre le 3 janvier et le 11 décembre 2001), la Réserve fédérale a baissé onze fois ses taux directeurs. Parti de 6,5 % fin 2000, le taux des *Federal Funds* atteint 1,75 % fin 2001 (graphique 5). Lors du comité de la politique monétaire (FOMC) des 29-30 janvier 2002, la Réserve fédérale a laissé ses taux inchangés en raison des signes d'un raffermissement de l'activité, tout en reconnaissant les risques d'une faiblesse de la demande intérieure. Lors du FOMC du 19 mars, la Réserve fédérale n'a pas modifié sa position. Cependant, l'argument évoqué a évolué par rapport à la réunion précédente puisque les risques ne sont plus uniquement ceux d'une croissance faible mais aussi ceux d'une inflation plus élevée. L'évolution est notable mais ne doit pas être interprétée comme le signe d'une augmentation imminente des taux puisque

5. Taux d'intérêt nominaux aux États-Unis

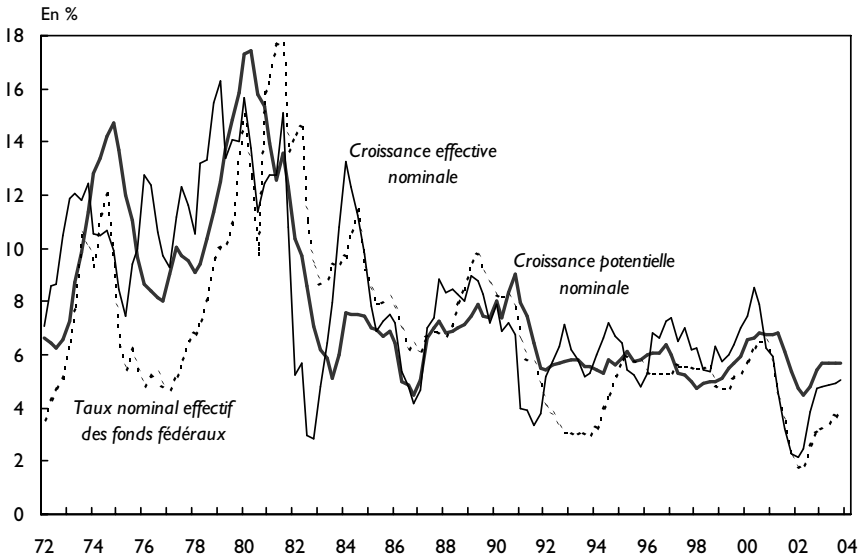


Source : OCDE.

le communiqué souligne encore le caractère incertain de l'affermissement de la demande intérieure. La baisse des taux en 2001 s'est aussi accompagnée d'un accroissement des agrégats monétaires larges. La base monétaire progresse de 10 % en glissement annuel. Ce sont essentiellement les prix des actifs qui ont absorbé cet excès de liquidité sans risque de tensions inflationnistes. Dans ces conditions, la politique monétaire américaine est et resterait expansionniste à l'horizon 2003.

En effet, si l'on compare le taux nominal effectif des *Federal Funds* avec la croissance effective nominale ou la croissance potentielle nominale, on constate que le taux des *Federal Funds* est inférieur à la croissance potentielle depuis début 1999 et l'augmentation prévue à l'horizon 2003 ne rattrape pas la forte baisse de l'année 2001 (graphique 6)[1]. Par ailleurs, si l'on fait référence à la règle de Taylor usuelle, on constate que les taux courts sont sous-évalués de l'ordre de 100 à 200 pb. Le fait que la politique monétaire reste expansionniste tient à la prise en compte par la Réserve fédérale du niveau d'endettement des ménages, de la mauvaise situation financière des entreprises et des incertitudes sur la solidité de la reprise. En resserrant trop rapidement ses taux, la Réserve fédérale pourrait casser la reprise en provoquant un rationnement sur le marché du crédit. D'autres facteurs doivent aussi être pris en compte comme le problème du déficit de la balance courante ou l'évolution du prix des actifs. Dans ce dernier cas, une forte hausse des taux conduirait à une

6. Politique monétaire américaine



Sources : Federal Reserve Board, Bureau of Labor Statistics, calculs OFCE.

1. La croissance potentielle est mesurée par un filtre d'Hodrick-Prescott.

augmentation du facteur d'actualisation des profits futurs et donc une croissance très modeste des marchés boursiers. Dans le même temps, les conditions monétaires au sens large ne sont pas aussi accommodantes que ne l'est la politique monétaire. Cela inciterait à une certaine prudence de la Réserve fédérale. D'une part, le taux de change effectif du dollar est très élevé. D'autre part, les primes de risque sur les obligations privées (*spreads* de crédit) se sont élargies. Combinées à un rationnement du marché du crédit bancaire, les conditions de financement de l'investissement ne sont pas favorables. Enfin, un resserrement trop rapide de la politique monétaire peut faire craindre une correction obligataire, comme en 1994, et donc un fort recul boursier. *A contrario*, un excès d'optimisme des marchés financiers conduirait la Réserve fédérale à intervenir plus rapidement. Notre prévision de taux est donc plus prudente que celle inscrite dans les anticipations des marchés, la première augmentation (de 0,25 point) ayant lieu lors de la réunion des 25-26 juin. Deux autres augmentations (de 0,5 point chacune) suivraient d'ici la fin de l'année. Le taux officiel des *Federal Funds* se situerait alors à 3 %. Il progresserait encore de 75 pb en 2003 (tableau 4).

La politique monétaire américaine s'appuie aussi sur le jeu des taux longs, ce qui l'autorise à ne pas augmenter tout de suite ses taux courts. Les taux longs publics à 10 ans ont en effet augmenté fin 2001, passant d'un point bas de 4,6 % en octobre à 5,1 % en décembre. Cette hausse s'est répercutée sur les taux hypothécaires et devrait freiner le marché de l'immobilier. Par ailleurs, la récente hausse des taux longs montre que les marchés financiers anticipent une remontée prochaine des taux de la Réserve fédérale, mais aussi que la politique monétaire n'a plus d'effet (la baisse des taux directeurs au début du quatrième trimestre s'étant soldée par une hausse des taux longs). Dans notre scénario, la politique monétaire est centrée sur ses objectifs de croissance et d'inflation mais ne joue pas le rôle de gendarme face à une politique budgétaire très expansionniste. Elle pourrait effectivement s'inquiéter du creusement attendu du solde public, de la moindre réduction de la dette publique nette et des tensions que ces évolutions génèrent sur les taux longs. Mais dans la mesure où ces évolutions seraient temporaires, la politique monétaire peut ne pas en tenir compte et être coopérative. Combinés à un scénario de reprise modeste de la croissance américaine et donc à l'absence de pressions inflationnistes, les éléments budgétaires ne conduisent qu'à une augmentation limitée des taux longs à l'horizon 2003. Partant de 5 % début 2002, ils atteindraient 6 % fin 2003.

... est suivi prudemment par la BCE...

La politique monétaire a été également expansionniste dans la zone euro. La BCE est intervenue en septembre pour baisser le taux minimal de refinancement de 50 pb à 3,75 %, puis en novembre avec une nouvelle

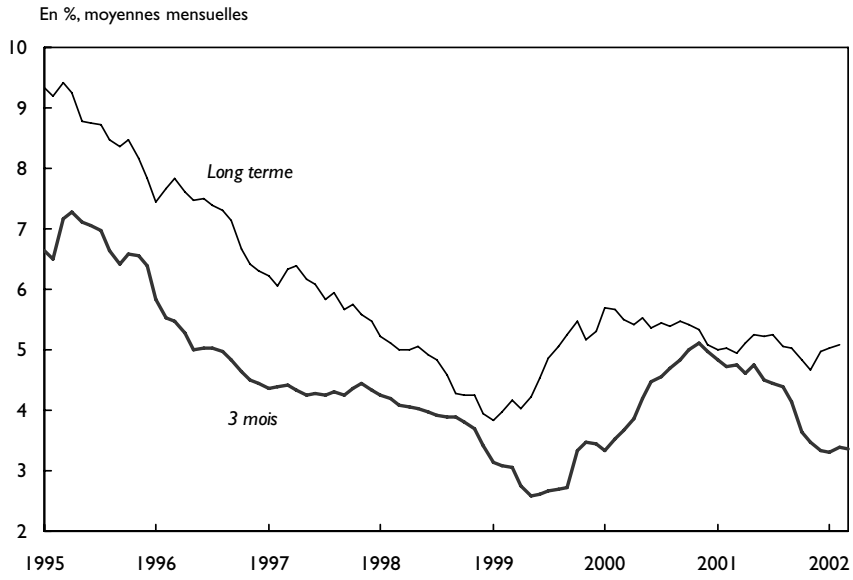
4. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et matières premières

	Trimestres												Années		
	2001				2002				2003				2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change [1]															
1 euro =...$	0,92	0,87	0,89	0,90	0,87	0,87	0,87	0,87	0,89	0,91	0,92	0,94	0,90	0,87	0,92
1 $=...yens	118	123	122	124	133	133	134	135	134	133	131	130	121	134	132
1 £ =...euros	1,58	1,63	1,62	1,61	1,63	1,63	1,63	1,63	1,61	1,60	1,58	1,56	1,61	1,63	1,59
Taux d'intérêt à court terme, en % [1]															
États-Unis	5,3	4,1	3,3	2,1	1,7	1,8	2,3	2,8	3,0	3,2	3,4	3,7	3,7	2,2	3,3
Japon	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3
Zone euro	4,7	4,6	4,3	3,4	3,3	3,3	3,4	3,7	3,9	3,9	4,2	4,4	4,3	3,4	4,1
Royaume-Uni	5,7	5,2	4,9	4,1	4,0	4,0	4,2	4,4	4,5	4,7	4,9	5,2	5,0	4,2	4,8
Taux d'intérêt à long terme, en % [1]															
États-Unis	5,1	5,3	5,0	4,8	5,1	5,1	5,3	5,4	5,6	5,7	5,9	6,0	5,0	5,2	5,8
Japon	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,3	1,5	1,7
Zone euro	5,0	5,2	5,1	4,8	5,0	5,1	5,1	5,2	5,3	5,4	5,4	5,5	5,0	5,1	5,4
Royaume-Uni	4,8	5,1	5,0	4,6	4,8	4,8	4,9	5,0	5,0	5,1	5,2	5,3	4,9	4,9	5,2
Prix du pétrole, Brent, en $ [1]	25,9	27,1	25,3	19,4	21,0	20,0	22,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	24,4	21,5	23,0
Cours des matières premières industrielles [2]	0,6	– 5,2	– 5,7	– 6,4	2,8	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0	3,0	3,0	– 9,2	– 6,1	7,5

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

baisse de 50 pb à 3,25 % (graphique 7). Concernant la liquidité, on observe le même phénomène qu'aux États-Unis. La création de liquidités est cependant plus difficile à mesurer compte tenu de la mise en place de cibles dans le bilan du Système européen de Banques centrales. Selon la BCE, « la forte croissance de M3 en glissement annuel ne doit pas être considérée comme génératrice de risques pour la stabilité des prix ». La préférence pour la liquidité peut s'expliquer par le contexte d'incertitude de l'économie mondiale. Cette appréciation est d'ailleurs confortée par le ralentissement de la croissance des prêts au secteur privé. Cette création de liquidités induit une hausse des prix de l'immobilier dans les pays où les prêts hypothécaires à taux variable sont importants. Le *statu quo* récent de la BCE peut s'expliquer par différents facteurs dont le fait de vouloir profiter de la reprise américaine en évitant de baisser son taux de refinancement et de prévenir les éventuels dérapages budgétaires et salariaux.

7. Taux d'intérêt nominaux dans la zone euro



Source : OCDE.

La problématique de la zone euro est quelque peu différente de celle des États-Unis. À l'exception de l'Allemagne et des Pays-Bas où le ratio de la dette au revenu disponible a augmenté rapidement, le ratio d'endettement des ménages et des entreprises est plus bas qu'aux Étas-Unis. Par ailleurs, le niveau actuel de l'euro est favorable à la compétitivité-coût de la zone. Pour autant, une politique active de la BCE serait nécessaire si la reprise avait un schéma en W mais ce n'est cependant pas le scénario retenu ici. Enfin, il convient de noter que les canaux de

transmission de la politique monétaire sont différents de ceux des États-Unis et du Royaume-Uni. En bout de ligne, ces différents facteurs vont peser sur la décision de la politique monétaire de la BCE. Et cela d'autant plus que la BCE a connu quelques tergiversations par le passé. En témoigne le temps de réaction de la première baisse du taux de refinancement alors même que les signes précurseurs d'un ralentissement de l'activité économique de la zone euro s'amoncelaient. La BCE a jusqu'à maintenant privilégié la prudence face aux résurgences inflationnistes ponctuelles. Sa crédibilité pourrait également être une nouvelle fois écornée par le problème de la nomination de son gouverneur mais surtout par sa réaction vis-à-vis des dérives probables du Pacte de stabilité. Un comportement passif entraînerait sans doute une méfiance accrue des investisseurs et dans le même temps un comportement non-coopératif contraindrait pour une large part les politiques budgétaires.

Dans cette perspective, la BCE n'interviendrait pas sur son taux de refinancement avant le troisième trimestre 2002 où une hausse de 25 pb est programmée, suivie d'une nouvelle augmentation de 25 pb au quatrième trimestre. L'hypothèse sous-jacente est le maintien de la stabilité des prix et un décalage d'un trimestre par rapport au cycle américain. Cette hausse du taux directeur s'accompagnerait d'un nouvel accroissement de 75 pb durant l'année 2003. Les taux longs augmenteraient progressivement jusqu'en 2003.

... et plus volontairement par la Banque d'Angleterre

La Banque d'Angleterre est intervenue à plusieurs reprises en 2001, face au ralentissement de l'économie mondiale, alors que la demande intérieure continuait à alimenter la croissance. Suite aux attentats du 11 septembre, elle a procédé à trois nouvelle baisses de son taux *repo* pour atteindre un niveau historique de 4 %. Sur cette période, ces baisses sont de plus faibles ampleurs que celles aux États-Unis mais sont du même ordre de grandeur que celles de la BCE. Un risque similaire aux États-Unis existe si les taux sont trop vite remontés du fait du niveau d'endettement des ménages britanniques et de l'importance de l'effet de richesse immobilière. Le taux *repo* resterait inchangé jusqu'à la fin du deuxième trimestre et augmenterait de 25 pb aux troisième et quatrième trimestres. Cette hausse se poursuivrait durant l'année 2003 avec un accroissement de 75 pb. Les taux longs adopteraient le même profil que ceux de la zone euro.

L'expansionnisme de la politique monétaire japonaise ne mord toujours pas sur la sphère réelle

Aux antipodes de la situation économique des États-Unis, de la zone euro et du Royaume-Uni, la situation du Japon est toujours catastro-

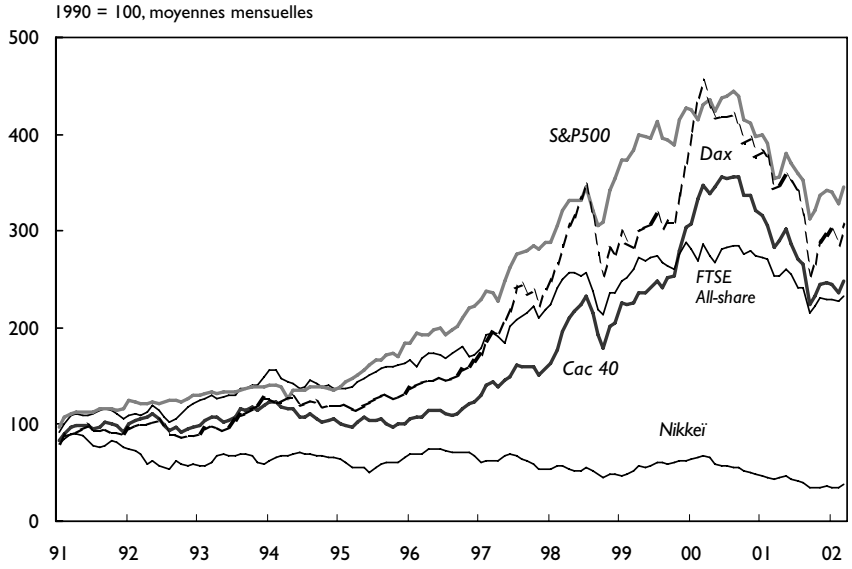
phique ! Malgré une politique monétaire de la Banque du Japon très expansionniste, comme en témoignent la forte création de liquidités, le taux directeur à zéro et la dépréciation récente du yen, les effets sur la sphère réelle restent très limités. D'une part, il s'agit de mettre fin à la déflation et, d'autre part, il convient de faire repartir la distribution de crédit. Dans le premier cas, le maintien d'une inflation négative a pour corollaire la positivité des taux d'intérêt réels à long terme alors que la croissance du PIB est négative. La politique monétaire a donc peu de marges de manœuvre à l'exception du suivi de la dépréciation du yen. Cependant, le seuil de 140 vis-à-vis du dollar est critique. Une fois franchi, il entraînerait un tollé général de la part de ses principaux partenaires commerciaux. Cependant, il permettrait d'importer de l'inflation. Parallèlement, on constate une forte hausse des agrégats monétaires au sens large. Mais l'épargne des ménages est de plus en plus liquide (dépôts). Cet excès de liquidités peut permettre d'expliquer le bas niveau des taux longs malgré le déficit public et la dépréciation du yen. En effet, les banques achètent essentiellement des titres publics. C'est donc la valeur du stock d'obligations qui capte les liquidités si l'on s'en réfère à l'importance des titres souverains sur le marché obligataire japonais. *In fine*, le problème japonais reste la recapitalisation des banques et l'épuration des mauvaises créances. La Banque du Japon n'augmenterait pas son taux directeur avant le début de l'année 2003. La hausse des taux longs resterait très modeste.

Bourse : après le grand affolement...

Les marchés américains résistent paradoxalement plutôt mieux...

Les marchés boursiers ont suivi des évolutions contrastées suivant les pays. Aux États-Unis, suite aux évènements du 11 septembre, le Dow Jones et le S&P500 ont perdu respectivement 12 % et 11 % en variation mensuelle en septembre (graphique 8). Depuis, à l'exception d'un léger repli au mois de février 2002, ces deux indices sont sur une tendance plutôt haussière. Les pertes enregistrées au mois de septembre ont été compensées. Sur l'ensemble de 2001, les deux indices ont enregistré respectivement une baisse de 6 % et 14 %. Les niveaux actuels restent cependant élevés et sont proches de ceux du début 1999. Comparativement à ceux des autres places boursières, les deux indices de référence ont mieux résisté, à l'exception du Nasdaq. Ce dernier a enregistré une baisse en 2001 proche de 30 %, confortant ainsi le mouvement long de dégonflement de la bulle Internet. Les pertes subies

8. Indices boursiers



Source : Financial Times.

en septembre (– 13 % en variation mensuelle) ont été compensées et le Nasdaq a retrouvé une certaine vigueur lors du quatrième trimestre 2001, mais il s'est replié sur le début de l'année 2002. La meilleure résistance du marché américain par rapport aux places européenne est remarquable. Plusieurs éléments peuvent être avancés. D'une part, la hausse a été plus forte en Europe à la fin des années 1990. Les flux de capitaux se font très nettement en faveur des États-Unis. Aux États-Unis, le marché se trouve dans une situation de rachats d'actions. D'autre part, le besoin de diversification internationale de portefeuilles en Europe reste tel que les investisseurs continuent d'acheter des titres étrangers. Enfin, le dollar reste la monnaie de référence pour les transactions internationales.

... que les marchés européens et japonais

Les principales places financières européennes ont enregistré des pertes durant l'année 2001. Le Royaume-Uni est dans une certaine mesure moins affecté. En glissement en décembre 2001, le CAC40 (France), le DAX (Allemagne) et le FTSE All-share (Royaume-Uni) avaient respectivement subi des pertes de l'ordre de 23, 22 et 16 %. La fin de

l'année 2001 a été marquée par une tendance haussière sur les marchés européens, mais les niveaux restent inférieurs à ceux atteints en août : la perte nette du mois de septembre n'est que difficilement compensée. En dehors du mouvement de repli enregistré durant le mois de février, le début de l'année 2002 n'a pas donné lieu à des performances marquantes des indices boursiers européens. Sur tendances longues, on remarque que la chute des indices boursiers est plus marquée en Allemagne et en France qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. Peut-être faut-il y voir une meilleure résistance des systèmes financiers basés sur les marchés financiers que sur l'intermédiation bancaire.

Au Japon, l'indice Nikkeï a enregistré une baisse de 27 % en glissement en décembre 2001. Le net recul enregistré au mois de septembre (– 14 % en variation mensuelle) n'a été compensé que récemment. Après deux replis successifs en janvier et février 2002, on constate une forte hausse en mars 2002. Cet effet haussier s'explique en partie par la clôture de l'année fiscale le 31 mars 2002.

La baisse de la capitalisation boursière a plus affecté les entreprises que les ménages américains

Les résultats en terme de capitalisation boursière apportent d'autres informations. Aux États-Unis, la capitalisation boursière a chuté d'environ 70 points de PIB (soit environ 7 000 milliards de dollars) si l'on compare le pic atteint au début de l'année 2000 et la situation actuelle [2]. Cette baisse s'explique pour 40-45 % par la baisse du *Nasdaq*. Elle se répartit en 4000 milliards de dollars pour les ménages et 2 000 milliards de dollars pour les investisseurs institutionnels. Cette moins-value aurait dû avoir des conséquences sur l'épargne des ménages. La baisse de la capitalisation boursière a en fait plus affecté les entreprises que les ménages, du fait de la forte corrélation, aux États-Unis, entre l'investissement et la valorisation boursière. De plus, les entreprises détiennent dans leur bilan des actifs (actions) dont la valeur d'achat est largement supérieure à la valeur actuelle en raison de la baisse des cours boursiers. Leur bilan s'en trouve donc dégradé. Par ailleurs, les *goodwills* viennent peser sur leur capacité d'investissement. Ceci permet d'expliquer la baisse de l'ordre de 50 % en glissement annuel du nombre de fusions-acquisitions en 2001.

2. L'importance de ce chiffre est fortement relativisée lorsqu'on le resitue par rapport à l'ampleur de la hausse du patrimoine financier des ménages entre 1997 et le pic du premier trimestre 2001, qui avait été de 8500 milliards de dollars.

3. L'évolution du PER et le niveau d'équilibre des marchés financiers

Pour estimer le prix d'une action, on utilise généralement le PER (*price earning ratio*). Le PER est égal au rapport cours d'une action/bénéfice net par action. Ce PER peut être généralisé au niveau d'un marché boursier par une procédure d'agrégation. Ainsi, si le PER est égal à 28 sur le marché boursier américain, cela signifie qu'il capitalise 28 fois les bénéfices attendus des sociétés cotées. Plus ce ratio est faible et plus les titres émis sont intéressants, *toutes choses égales par ailleurs*. *A contrario*, un PER élevé dénote des actions à croissance rapide ou des actions risquées.

Le PER est particulièrement utile pour déterminer le niveau d'équilibre des marchés financiers. Si on suppose que la valeur des entreprises est indépendante de leur politique de distribution, *i.e.* le rendement nominal du capital de l'entreprise est égal à celui exigé par le marché, et que la croissance des bénéfices est assimilée à la croissance du PIB de long terme, on peut montrer que l'inverse du PER est égal à la somme du taux long réel et de la prime de risque diminuée de la croissance des bénéfices à long terme. De manière équivalente, l'inverse du PER est aussi la somme du taux long et de la prime de risque moins la croissance nominale à long terme. Le taux long est généralement le rendement d'une obligation publique à dix ans. Ainsi, les écarts entre les PER peuvent se justifier par les différentiels de croissance, les écarts de taux longs et les variations de la prime de risque. Dans le premier cas, l'introduction des différentiels de croissance ne justifie pas l'écart des PER entre les États-Unis et la zone euro depuis la phase de recul des Bourses. Dans le même temps, le calcul de la prime de risque est difficile à mettre en œuvre et ne permet pas d'expliquer les écarts constatés entre les PER. Dans cette perspective, pour étudier l'évolution récente des PER, on suppose que la seule variable explicative est le taux d'intérêt nominal. La comparaison du PER des actions avec les taux d'intérêt nominaux (au lieu des taux d'intérêt réels) peut se justifier par les travaux de Modigliani et Cohn (1979), Orphinades et Douvagiannis (1997) et Nelson (1999). En effet, ces auteurs remarquent que les agents comparent sur les marchés financiers le rendement réel des actions avec les taux d'intérêt nominaux. Ce constat a d'ailleurs conduit la Réserve fédérale à utiliser les taux d'intérêt nominaux pour prédire le niveau d'équilibre de la Bourse américaine.

Ainsi, une méthode consiste à tester l'existence d'une relation de cointégration entre l'inverse du PER et le taux d'intérêt nominal, c'est-à-dire l'existence d'une relation de long terme, et d'estimer le vecteur de cointégration, *i.e.* les coefficients de long terme. Pour ce faire, la méthode utilisée est celle d'Engle-Granger. Dans la mesure des données disponibles, cette méthode est appliquée à six pays : Allemagne, Espagne, États-Unis, France, Pays-Bas et Royaume-Uni [1].

Sur données mensuelles, l'existence d'une relation de long terme est donc testée à partir de l'équation suivante :

$$\frac{1}{PER_t} = c + \beta r_t + \varepsilon_t \qquad (1)$$

1. Les graphiques ne sont pas présentés pour l'Espagne et les Pays-Bas mais sont disponibles auprès de l'OFCE.

où PER_t, r_t sont respectivement le PER courant et le taux d'intérêt nominal de long terme.

Le PER retenu est celui calculé par Datastream. Il représente approximativement 95 % de la capitalisation boursière. Le taux d'intérêt nominal de long terme est le rendement d'un bon de référence (pour chaque pays) du Trésor à 10 ans.

La statistique du test d'Engle-Granger montre qu'il existe une relation de long terme pour l'ensemble des pays étudiés au seuil de 5 ou 10 % entre janvier 1980 et janvier 1998. Cette relation n'est cependant plus vérifiée après cette date. Cette absence de robustesse peut s'expliquer par deux raisons. Soit la hausse de l'inflation n'a pas eu d'effet sur la prime de risque et les marchés financiers utilisent une autre méthode de détermination de la prime de risque. La relation structurelle n'est alors plus vérifiée. Soit le marché boursier est caractérisé par une bulle spéculative et la relation de long terme est encore vérifiée. Elle mesure alors l'excès de rendement. Nous retenons ici cette deuxième explication.

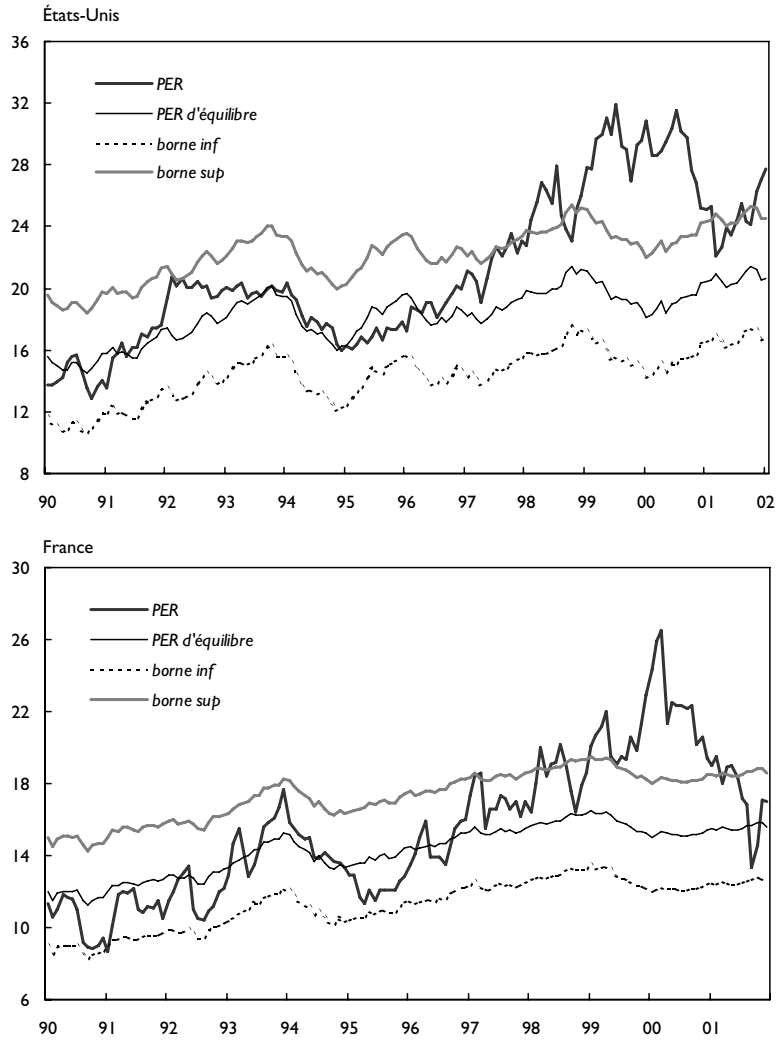
Pour déterminer le PER d'équilibre de long terme, nous utilisons l'estimation du vecteur de cointégration, c'est-à-dire les coefficients estimés de l'équation (1) par la méthode en deux étapes d'Engle-Granger. Cependant, en l'absence d'une relation de cointégration sur l'ensemble de la période étudiée, nous supposons que la relation de long terme reste valide entre janvier 1998 et janvier 2002 et calculons ainsi les valeurs prédites pour cette sous-période à partir du vecteur de cointégration définie sur la période 1980-1998. Finalement, l'écart-type de la relation estimée permet de calculer une borne inférieure et supérieure qui encadrent la valeur d'équilibre du PER (graphiques).

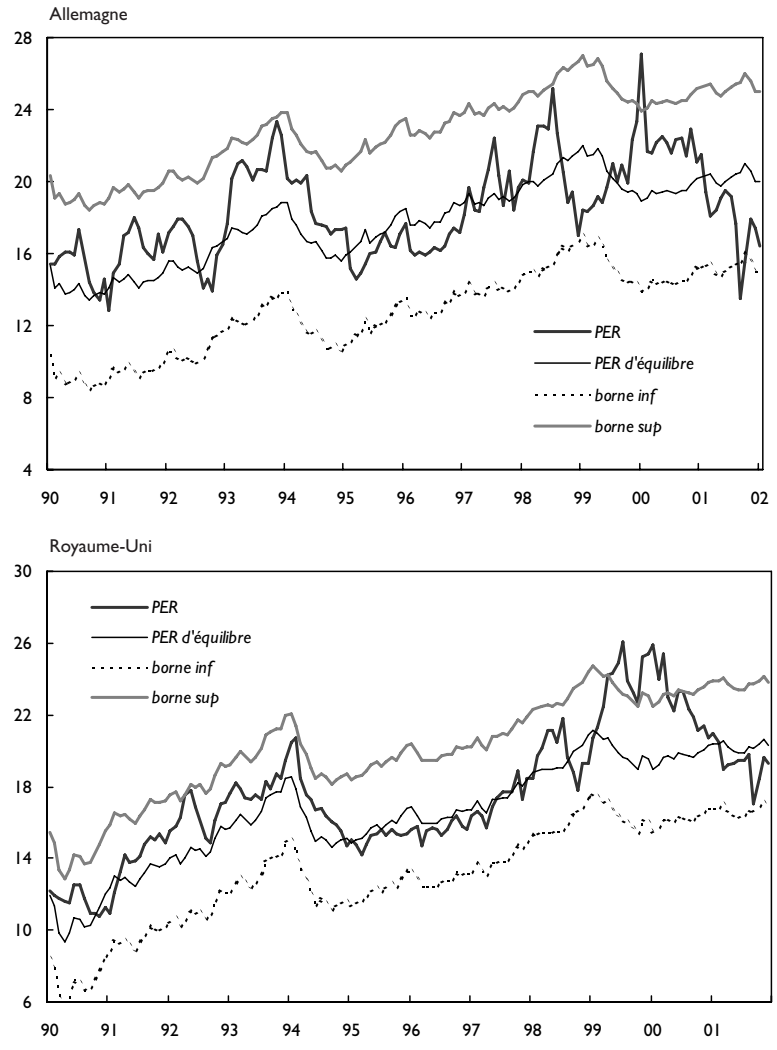
Les graphiques illustrent la surévaluation du PER lors du *boom* des marchés financiers durant l'année 1999 et le début de l'année 2000. L'ampleur de cette surévaluation varie suivant les pays. Elle est particulièrement marquée aux États-Unis, en France et aux Pays-Bas et dans une moindre mesure au Royaume-Uni. *A contrario*, l'Espagne et l'Allemagne n'ont été que peu affectés par ce phénomène. Ce constat n'est pas surprenant dans la mesure où la littérature théorique et empirique a identifié de longue date la surévaluation du PER ou la surévaluation boursière dans la plupart des pays industrialisés. Ainsi, les PER ont atteint des niveaux records de l'ordre de 30 pour l'ensemble du marché américain et de 70 dans le secteur des nouvelles technologies sur la période 1995-2000 (Brender et Pisani, 2001 ; Shiller, 2000). Dans la même perspective, McGrattam et Prescott (2000) concluent que le marché boursier américain est surévalué en étudiant le q-Tobin. Cette hausse du PER et/ou de la valorisation n'a pas été sans conséquence sur le niveau observé du taux d'investissement à la fin des années 1990 dans les pays où le système financier est très orienté sur les marchés financiers. En particulier, aux États-Unis, où l'investissement et la valorisation boursière sont fortement corrélés, ce phénomène est particulièrement marqué. Pour autant, cette forte hausse ne permet que d'expliquer partiellement les variations de l'investissement (Pelgrin, Schich et De Serres, 2002).

Par ailleurs, la variation du PER à l'intérieur de son intervalle de confiance, c'est-à-dire entre les bornes inférieure et supérieure, confirme l'idée selon laquelle la prime de risque à détenir des actions a peu varié structurellement. Enfin, le recul des marchés boursiers suite à la récession américaine et aux attentats terroristes du 11 septembre a induit des comportements différenciés du PER.

En effet, on constate un net repli du PER à sa valeur d'équilibre ou en deçà sur les marchés européens et un mouvement haussier pour les États-Unis. Dans ce dernier, en l'absence de données supplémentaires, il est difficile d'en conclure à une surévaluation courante du PER. Cette hausse peut s'expliquer par des anticipations de reprise de l'activité américaine. Dans le même temps, les anticipations de profits futurs faibles des entreprises et les scandales financiers incitent à une certaine prudence quant à cette surévaluation. Cette hausse s'expliquerait par une croissance des risques. *In fine*, le PER continuerait à être très élevé aux États-Unis alors qu'il est proche du niveau d'équilibre dans les pays de l'Union européenne. Dès lors, soit l'économie américaine va connaître une nouvelle période de forte valorisation boursière et donc d'investissement, soit le retour à l'équilibre n'est pas fini et l'investissement pourrait encore chuter.

PER et PER d'équilibre





Sources : Thomson Financial/Datastream, calculs OFCE.

Volatilité importante et aversion au risque accrue marquent le tournant 2001-2002

L'évolution des marchés financiers est soumise à deux effets contradictoires. D'une part, les anticipations de reprise de l'activité américaine, alimentées par les discours de Greenspan et les prévisions des analystes financiers ou du *Consensus*, conduisent à une hausse des cours. D'autre part, les récentes faillites américaines et/ou européennes conduisent à

une certaine défiance ou à un attentisme prolongé. Cette multiplication des défauts ou quasi-défauts sur les marchés financiers trouve sa source dans deux éléments : l'excès de dette lié à des pratiques comptables pour le moins peu transparentes ou douteuses conduisant à une crise de liquidités ; l'insuffisance des analyses des agences de notation et des analystes financiers. Cela conduit à amplifier l'imprévisibilité du taux de défaillance des entreprises. Ces deux effets contradictoires expliqueraient dans une large mesure la volatilité des cours boursiers.

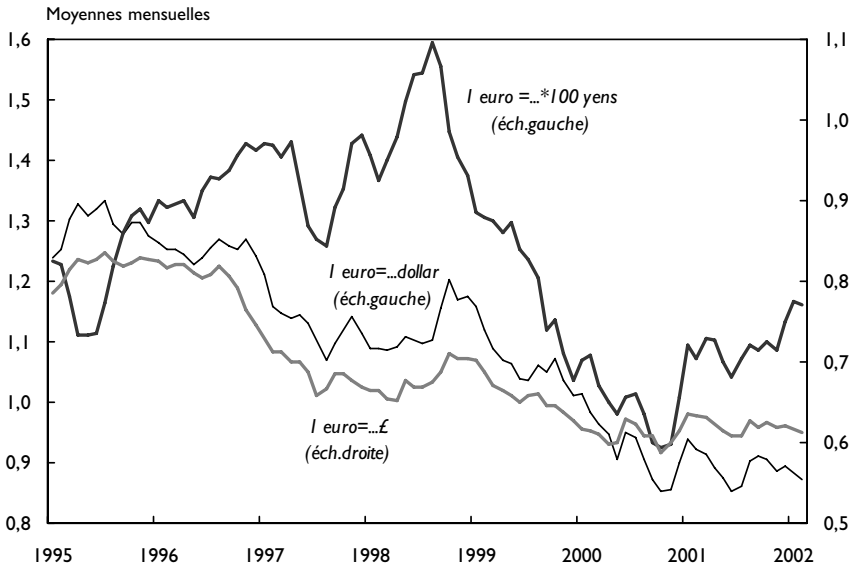
Sur les marchés émergents, une nouvelle baisse du prix des actifs financiers, une augmentation des marges de crédit et une contraction des flux de capitaux ont été observées. Ces éléments s'expliquent, d'une part, par le ralentissement de l'activité mondiale et, d'autre part, par l'aversion croissante pour le risque des investisseurs internationaux. Les situations de l'Argentine et de la Turquie sont venues confortées la position des investisseurs. Cependant, il est à noter que l'effet de contagion tant redouté en Amérique du Sud n'a pas eu lieu. Les investisseurs ont fait preuve d'un certain attentisme salutaire dans le cas du Brésil. Peut-être faut-il y voir une meilleure gestion des crises financières par les organisations internationales et les investisseurs liée à un comportement d'apprentissage par la pratique.

Taux de change : le dollar indétrônable comme monnaie de référence

Les marchés des changes ont été marqués par la vigueur du dollar (graphique 9). Depuis les attentats, le taux de change euro/dollar a évolué au gré des informations conjoncturelles concernant les deux zones. Ce taux de change a oscillé dans la bande 0,85-0,90 jusque fin décembre 2001. Depuis, l'euro est resté relativement stable contre le dollar, se traitant en moyenne autour du cours de 0,89 dollar. Dans la seconde quinzaine de janvier 2002, le dollar s'est raffermi en raison de l'évaluation plus optimiste de la conjoncture américaine. Début février, l'euro a continué de se replier face à la monnaie américaine et oscille dorénavant dans la zone 0,87-0,89 dollar.

En dépit de la récession américaine, la crise des emprunteurs à risque et la baisse très forte des taux courts par la Réserve fédérale, le dollar s'est raffermi face aux différentes monnaies internationales. Par le passé, cette position forte du dollar pouvait s'expliquer par un taux d'investissement productif plus élevé, des gains de productivité plus importants, les différentiels de croissance et de taux d'intérêt, des rendements sur fonds propres plus attractifs et l'attrait des nouvelles technologies.

9. Taux de change



Source : Financial Times.

L'ensemble de ces éléments est aujourd'hui partiellement remis en cause. On constate ainsi une baisse des flux des non-résidents sur le marché boursier américain, une baisse du rendement anticipé du capital ainsi qu'une évolution défavorable de la structure des besoins de financement. Parallèlement, l'importance du déficit courant américain constitue toujours un risque important pouvant conduire à une forte dépréciation de dollar. Par ailleurs, le niveau record du taux de change effectif du dollar affecte la compétitivité de l'industrie américaine.

En fait, les déterminants du taux de change sont difficiles à mettre en évidence [3]. Pour une large part, les fluctuations de court terme s'expliquent par le processus de formation des anticipations, parfois naïf, et les comportements chartistes. *In fine*, l'affaiblissement du dollar, s'il paraît certain, suivra un processus lent. Dans cette perspective, l'euro resterait stable vis-à-vis du dollar autour de 0,87-0,89 pour les trois prochains trimestres de l'année 2002. Puis, l'euro s'apprécierait au cours de l'année 2003.

Dans le même temps, l'euro est resté relativement stable face à la livre Sterling entre août 2001 et février 2002. Le passage à l'euro a engendré une légère appréciation de la monnaie européenne par rapport à la livre Sterling mais ne s'est pas suivi d'un mouvement haussier continu.

3. Voir *Revue de l'OFCE*, n° 79/octobre 2001, pp. 30-34.

La livre Sterling est donc restée relativement forte en dépit du passage attendu à l'euro.

Que ce soit par rapport au dollar ou l'euro, le yen se déprécie de manière continue depuis fin septembre 2001. En janvier et février 2002, la détérioration de la situation économique au Japon a conduit à des fluctuations du yen face à l'euro dans une moyenne de 117 yens pour un euro alors qu'il continuait de se replier face au dollar pour atteindre une moyenne de 133 yens pour un dollar. La monnaie japonaise a d'ailleurs atteint son plus bas niveau par rapport à la monnaie américaine depuis octobre 1998. La récente dépréciation du yen aurait un effet globalement positif. D'un côté, elle permet d'augmenter la compétitivité et devrait à terme améliorer le commerce extérieur même si des tensions avec ses partenaires commerciaux ne sont pas à exclure. D'un autre côté, elle conduirait à importer de l'inflation et donc contribuerait à enrayer la déflation. Dans le même temps, cette dépréciation aurait un effet supplémentaire ambigu. D'une part, elle accroît la valeur en yens des avoirs en devises et donc le capital nécessaire à la détention de certains actifs financiers étrangers. Or la situation financière des banques japonaises nécessiterait de céder les actifs étrangers. D'autre part, en poussant les agents à détenir des liquidités en dollars, la dépréciation du yen accentuerait la pression sur les ratios de solvabilité des banques et donc sur la reconstitution de fonds propres. Dans ce contexte, le yen continuerait à se déprécier par rapport au dollar durant l'année 2002 et s'apprécierait au début de l'année 2003.

Références bibliographiques

BRENDER A. et F. PISANI, 2001 : *Les marchés et la croissance*, Economica.

MCGRATTAM E. et E.C. PRESCOTT, 2000 : « Is the Stock Market Overvalued ? », *Research Department*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

MODIGLIANI F. et R. COHN, 1979 : « Inflation and the Stock Market », *Financial Analysts Journal*, n° 35, pp. 24-44.

PELGRIN F., S. SCHICH and A. DE SERRES, 2002 : « Increases in Business Investment Rates in OECD Countries in the 1990s : How much can be explained by the fundamentals ? », *OECD Working Paper*, n° 327, avril.

SHILLER R.J., 2000 : *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.

Quelles politiques budgétaires en Europe ?

Les contraintes des politiques budgétaires

Une fois la confirmation que le ralentissement économique mondial n'épargnait pas l'Europe, un consensus a fait jour pour laisser jouer les stabilisateurs automatiques. Cette orientation de la politique budgétaire en Europe a été proposée au sommet de Göteborg par le Conseil européen en juin 2001. La BCE, la Commission européenne et le Conseil européen ont rappelé que le respect des règles budgétaires définies dans le Pacte de stabilité et de croissance demeure une priorité et que le recours aux stabilisateurs automatiques sera possible dans la mesure où le déficit resterait contenu en deçà de 3 points de PIB et où l'objectif d'un budget équilibré ou excédentaire à moyen terme ne serait pas remis en cause. L'Allemagne, le Portugal, mais aussi l'Italie annoncent une politique nettement restrictive en 2002, les marges de manœuvre pour une politique expansionniste n'étant pas jugées suffisantes. Ainsi, contrastant avec les choix de politique économique aux États-Unis (encadré 1), la politique budgétaire serait légèrement restrictive en 2002 dans la zone euro. La mise en œuvre d'une stimulation budgétaire s'avère impossible dans le cadre strict du Pacte de stabilité.

Les programmes de stabilité, toujours trop optimistes

Les pays de la zone euro ont présenté au plus tard en décembre 2001 la troisième actualisation des programmes de stabilité, programmes budgétaires pluriannuels. Bien qu'ils constituent une forte révision à la baisse des perspectives de croissance par rapport aux programmes précédents, les hypothèses de croissance présentées sont encore supérieures à nos prévisions (tableau 5).

Alors que les années 2001 et 2002 marquent un arrêt de l'amélioration du solde public après une décennie d'effort budgétaire et autorisent des politiques budgétaires expansionnistes, on constate que la quatrième version des programmes de stabilité de décembre 2001[4] accentue l'effort budgétaire sur les années 2003 et 2004, l'équilibre budgétaire devant être atteint pour la zone à cette date. Ce scénario semble peu réaliste avec les perspectives de croissance actuelles, encore inférieures aux hypothèses des programmes. L'objectif d'obtention d'un budget global équilibré pour l'UEM en 2004 sera difficilement réalisable.

4. Voir T. Latreille, « Les programmes de stabilité en Europe », *Lettre de l'OFCE* n° 214, janvier 2002, pour une analyse du contenu des programmes de stabilité de décembre 2001.

5. Quatrième version des programmes de stabilité (décembre 2001)
Résumé pour la zone euro

En %

	3e actualisation décembre 2001						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Hypothèses de croissance du PIB	2,6	3,4	1,7	1,9	2,6	2,6	2,6
Solde budgétaire/PIB *	– 1,3	– 0,8	– 1,2	– 0,9	– 0,5	0,1	0,3
Dette publique/PIB	72,0	69,5	67,5	66,1	64,5	62,4	60,8
Dépenses publiques/PIB	48,9	48,2	47,9	47,7	46,8	46,2	45,5
Recettes publiques/PIB	44,9	44,7	44,0	44,1	43,8	43,5	43,1
Impulsion budgétaire ** (en points de PIB)	– 0,4	0,1	0,2	– 0,2	– 0,5	– 0,5	– 0,2
Prévisions OFCE de croissance du PIB	2,6	3,4	1,5	1,2	2,5		

* Hors UMTS.
** Calculée à partir des programmes de stabilité, opposé de la variation du solde budgétaire structurel hors charges d'intérêt. Un chiffre positif signifie une politique expansionniste.
Sources : Programmes de stabilité nationaux, OFCE.

D'autre part, les programmes de stabilité 2001 semblent établis sur l'hypothèse d'une reprise vigoureuse à partir du second semestre de 2002. Certaines mesures de consolidation budgétaire sont temporaires pour pallier la faiblesse de la croissance en 2002. Si la reprise tarde, et du fait de moindres recettes fiscales et de l'augmentation des dépenses liées au ralentissement de l'activité (allocations chômage, ...), les marges de manœuvre pourraient s'avérer trop étroites. Dans son rapport de décembre 2001, la BCE a clairement mis en garde contre l'existence de ces risques de « déficit excessif ». La Commission européenne a d'ailleurs proposé un « avertissement » à l'Allemagne et au Portugal.

L'avertissement précoce et les engagements de dupes

L'Allemagne, pays instigateur de l'inscription dans le Pacte de stabilité de règles strictes de contrôle budgétaire, pourrait être le premier pays depuis la création de l'UEM qui affiche un « déficit excessif ». Notons toutefois que, en cas de dépassement du déficit en Allemagne en 2002, il est peu probable que des sanctions puissent être appliquées avant 2004, puisque les décisions et les conditions de mise en œuvre de ces sanctions sont extrêmement longues ; l'environnement économique et le solde public allemands auront eu le temps de s'améliorer. Cela ne remet pas en cause l'importance de l'évènement en terme de crédibilité des politiques économiques européennes.

En janvier 2002, la Commission européenne, à l'examen du contenu des programmes de stabilité, a proposé un avertissement préventif à

l'Allemagne et au Portugal pour risque de déficit budgétaire excessif. Cette proposition doit ensuite être confirmée à la majorité qualifiée par le Conseil des ministres pour être transformée en avertissement. Or, lors de la réunion du 12 février 2002, le conseil Ecofin a rejeté la proposition de la Commission. Elle a été transformée en un engagement de contrôle strict des dépenses publiques et de réduction rapide de leurs déficits. On peut tirer différents enseignements enrichissants de cette décision :

1. De l'interprétation des règles du Pacte

Le compromis issu de la réunion Ecofin a été perçu comme un dérapage par rapport aux règles du Pacte de stabilité et de croissance, dans la mesure où il est peu probable que l'Allemagne atteigne un équilibre budgétaire en 2004. Dans son programme de stabilité de décembre 2001, le gouvernement allemand a présenté un scénario alternatif basé sur une croissance du PIB plus proche des prévisions actuelles et présentant l'obtention d'un équilibre budgétaire repoussé en 2006. C'est donc ce scénario qui serait *a priori* le plus probable, et il semble éloigné de l'accord sur l'absence de déficit en 2004 et de l'engagement allemand d'une politique budgétaire très stricte pour corriger les dérives de 2001. Alors que les États-membres avaient reproché à l'unanimité en 2000 la politique budgétaire trop expansionniste de l'Irlande, l'apparent « laxisme » allemand n'est pas aussi unanimement condamné.

2. De l'égalité de traitement entre États-membres

Le compromis n'a pas été évident, et les discussions avant la réunion du 12 février ont été l'occasion de mettre en évidence les dissensions entre les partisans d'une recommandation stricte (Pays-Bas, Belgique, Finlande, Autriche), qui étaient d'avis qu'après la réprimande à l'Irlande en 2001, les règles du Pacte de stabilité fussent appliquées avec une égale rigueur aux « grands » pays, et les défenseurs d'une interprétation plus souple (Italie, Royaume-Uni, France). Notons que l'Irlande et le Luxembourg se sont déclarés en faveur d'une interprétation plus souple des règles du Pacte. Le ministre irlandais des Finances a soutenu l'Allemagne en rappelant le souci de flexibilité et la nécessité de tenir compte des circonstances de chaque pays. La position de l'Irlande est conforme aux arguments qu'elle avait développés suite à l'avertissement de la Commission en janvier 2001. Le ministre irlandais des Finances, Charlie Mc Creevy, a affiché son souci de préserver les marges de manœuvre de chaque État en fonction des spécificités nationales et des circonstances particulières. Il s'est de nouveau défendu contre les accusations passées de laxisme budgétaire. Après la réprimande de la Commission européenne et du Conseil européen qui critiquaient un budget irlandais censé trop stimuler la croissance en 2001, l'économie a connu un rapide ralentissement tout en évitant les chocs, les ajustements et les restructurations habituellement associés.

3. Du jeu des coalitions

L'Allemagne a échappé à l'avertissement grâce à un *lobbying* actif et au ralliement des « grands » pays européens. La crédibilité de la politique économique européenne a pu être entamée par cette décision, mais le compromis est certainement préférable à une opposition affichée entre grands et petits pays de l'UE. Mais on peut se demander si une telle action de *lobbying* ne sera pas toujours possible dans le futur pour retarder la date d'obtention d'un équilibre budgétaire. C'est la crédibilité du Pacte de stabilité qui est remise en cause, les sanctions n'étant pas automatiques ou décidées par une instance indépendante, mais résultant du vote des États-membres.

4. De l'irréalisme des engagements

Si l'Allemagne et le Portugal ont échappé à l'« avertissement préventif », cet avertissement demeure de façon informelle, puisque les deux gouvernements se sont engagés à « avoir un suivi très strict de leur politique budgétaire à tous les niveaux des administrations publiques ». « Les deux pays doivent affecter tout surplus de recettes à la baisse de la dette publique. Ils s'engagent à atteindre en 2004 l'équilibre budgétaire à condition que la croissance suive », a déclaré Rodrigo Rato, ministre de l'Économie espagnole et président de l'Eurogroupe, lors de la présentation de la résolution. Même si le Conseil ne donne pas suite à l'avertissement de la Commission, il prône également une politique budgétaire extrêmement restrictive pour parvenir à un équilibre budgétaire en 2004. Une telle politique est irréaliste en Allemagne si ce pays réalise un déficit de 2,7 points de PIB en 2002. La décision du Conseil ne semble pas crédible.

La situation du Portugal est également très préoccupante, puisque selon Eurostat [5], le déficit de 2001 égal à 2,2 % du PIB pourrait être revu à la hausse [6]. Il est probable que le chiffrage définitif du déficit public de 2001 dépasse finalement la limite des 3 %. Ce dépassement de l'objectif du précédent programme de stabilité provient, selon le Conseil européen, davantage du manque de contrôle des dépenses publiques que du ralentissement économique. Le gouvernement portugais s'est engagé, tout comme le gouvernement allemand, à « éviter les mesures discrétionnaires qui pourraient aggraver la situation budgétaire et à utiliser toute la marge de manœuvre budgétaire pour réduire le déficit ». L'aggravation du déficit budgétaire portugais a été un des principaux enjeux du débat dans la

5. Communiqué de presse n° 35/2002 du 21 mars 2002.

6. Tout d'abord, les injections de capital à des entreprises publiques par le gouvernement portugais, qui ont été traitées comme des acquisitions d'actions et autres participations, pourraient être reclassifiées en partie en transferts de capital. De plus, lorsque la dérogation du Portugal concernant l'enregistrement des impôts et des cotisations sociales en SEC 95 prendra fin en juin 2002, le déficit pourrait augmenter de 0,4 point de PIB en 2001.

campagne pour les élections législatives de mars 2002. Les socialistes au pouvoir depuis 1995 ont notamment perdu cette élection en raison des mesures budgétaires restrictives annoncées pour tenter de respecter le Pacte de stabilité. Le parti de centre droit qui a remporté les élections aura très peu de marges de manœuvre, des investissements importants étant déjà prévus. Il peut cependant invoquer l'héritage du précédent gouvernement pour renégocier le programme de stabilité portugais et retarder l'objectif d'équilibre des finances publiques, qui ne pourra de toute façon pas être atteint en 2004.

Impulsions : des orientations contrastées

Schématiquement, on peut regrouper les pays de la zone euro en trois grandes catégories. Dans le premier groupe se trouvent les pays qui ont des déficits publics et qui ont annoncé des politiques de redressement des comptes. Il s'agit essentiellement de l'Allemagne et du Portugal et dans une moindre mesure de l'Italie (tableau 6). À l'opposé, la Finlande et l'Irlande, ainsi que les Pays-Bas, connaissent des excédents budgétaires qui leur permettent de mettre en œuvre des politiques expansionnistes. Une troisième catégorie de pays (Belgique, Espagne, Autriche) sont à l'équilibre en 2001 et ont des politiques économiques globalement neutres en 2002 et 2003 (légèrement expansionniste dans le cas de

6. Politiques budgétaires dans la zone euro [1]

En points de PIB

	Impulsions budgétaires				Solde public en 2001 [2]
	2000	2001	2002	2003	
Allemagne	0,5	0,9	– 0,4	– 0,2	– 2,6
Autriche	– 0,8	– 1,5	– 0,4	0,3	0,0
Belgique	0,3	– 0,4	– 0,1	– 0,1	– 0,1
Espagne	0,3	0,1	0,3	0,1	– 0,1
Finlande	– 2,8	2,0	1,2	0,4	4,0
France	0,3	– 0,1	0,2	0,0	– 1,4
Grèce	0,6	0,0	0,7	0,7	– 0,1
Irlande	1,4	2,2	0,5	1,0	1,4
Italie	0,4	– 0,4	– 0,5	0,0	– 1,2
Pays-Bas	– 0,6	0,7	0,4	0,5	0,8
Portugal	0,0	0,0	– 0,4	0,2	– 2,2
Zone euro	0,2	0,3	– 0,1	0,0	– 1,3

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

l'Espagne). Deux pays se distinguent : la France et la Grèce. Le solde des administrations françaises est négatif en 2001 (cf. premier groupe), mais le gouvernement prévoit une politique budgétaire légèrement expansionniste. Le solde public grec est *grosso modo* équilibré en 2001 (cf. troisième catégorie de pays), mais la politique budgétaire annoncée est nettement expansionniste. L'Allemagne a également une particularité : le changement radical d'orientation budgétaire, puisque la politique mise en œuvre en 2000 et 2001 était fortement expansionniste.

Au risque d'être caricatural, on peut considérer que l'Allemagne, le Portugal, l'Italie, la Belgique, l'Espagne et l'Autriche ont annoncé des politiques conformes à l'esprit du Pacte de stabilité (politique restrictive dans les pays déficitaires et neutre dans les autres), tandis que la France, la Grèce, la Finlande, l'Irlande et les Pays-Bas ont programmé des politiques expansionnistes qui pourraient être jugées dommageables.

Le passé récent a montré que les programmes annoncés n'engageaient que faiblement les gouvernements. Quand bien même les orientations budgétaires étaient respectées, les incertitudes sur l'activité économique ont une influence sur le solde public. Cependant, compte tenu des élasticités estimées en 2000 par la Commission européenne et l'OCDE, il semble que la probabilité de dépassement du seuil de 3 % de déficit en 2002, en cas de croissance plus faible que prévu, est réduite dans l'ensemble des pays de la zone euro, à supposer que les impulsions (croissance des dépenses en volume et mesures fiscales) prévues dans les programmes de stabilité soient respectées.

Coordination des politiques budgétaires et respect des engagements

En moyenne, le déficit atteint 1,3 % du PIB en 2001, et les politiques budgétaires de la zone euro sont pratiquement neutres en 2002 et 2003. L'Allemagne et l'Italie ont une influence très forte sur ces moyennes. Non pondérée, l'impulsion moyenne de la zone euro est de + 0,3 en 2002 et de + 0,4 en 2003.

Les efforts demandés à l'Allemagne et au Portugal, mais aussi à la France qui s'est engagée à atteindre l'équilibre en 2004, sont-ils de nature à améliorer la conjoncture de l'ensemble des pays de la zone euro ? Ils sont justifiés par les externalités négatives que peuvent avoir des déficits excessifs sur les économies des partenaires européens, notamment *via* l'inflation et la politique monétaire commune. L'exigence d'un retour rapide à l'équilibre est un gage de crédibilité de l'engagement, mais cela implique une politique très fortement négative dans un contexte où

l'activité est incertaine et le chômage encore élevé. L'idée que les stabilisateurs automatiques ne doivent jouer qu'à partir d'une situation d'équilibre budgétaire structurel paraît peu fondée. Par ailleurs, l'évaluation du niveau de PIB potentiel est également sujette à débat, et il paraît difficile de considérer que le PIB est à son potentiel en Allemagne, en France ou en Italie alors que le chômage est à plus de 9 % dans ces deux derniers pays et à plus de 8 % en Allemagne. Dans une situation où une économie souffre d'insuffisance de demande, une politique budgétaire nationale de soutien de la croissance peut-être vue comme fortement coopérative. L'effet de relance bénéficie aux partenaires commerciaux, le coût futur (endettement) est assumé par le pays qui la met en œuvre, et si cette politique a pour effet d'accroître les prix, c'est également le pays concerné qui voit son taux de change réel s'apprécier. À moins d'une réaction de la politique monétaire, un déficit public constitue en grande partie un coût et un risque individuel et un gain collectif.

Pour que des règles de conduite en matière de politique budgétaire soient crédibles, il convient qu'elles puissent être respectées. Quelle sera la crédibilité des politiques économiques européennes si l'Allemagne ne parvient pas à contenir son déficit public en deçà de la limite de 3 points de PIB ? Les gouvernements de l'UEM ont rappelé au sommet de Barcelone en mars 2002 leur attachement à l'obtention d'un solde budgétaire équilibré ou excédentaire en 2004. Etant donné que les prévisions de déficit public en 2002 en France, en Allemagne et au Portugal ont été révisées à la hausse par rapport aux prévisions présentées dans les programmes de stabilité, l'effort à fournir pour atteindre l'objectif de 2004 est encore plus important qu'initialement prévu et suppose une impulsion très fortement négative. Une telle orientation des politiques budgétaires risque de freiner fortement la reprise économique européenne.

Les procédures de coordination européenne en débat

Les programmes de stabilité européens sont de nature à limiter autoritairement les marges de manœuvre budgétaires dans le cas, notamment, d'un ralentissement économique. Certes, le Pacte de stabilité prend en considération la possibilité de déroger à la norme de 3 % du PIB si un pays subit une baisse du PIB d'au moins 0,75 % ; cependant, un ralentissement de la croissance du PIB (le PIB ne recule pas mais la croissance s'essouffle) peut avoir des effets importants en termes de rentrées fiscales et de dépenses sociales qui peuvent aboutir à une augmentation sensible du déficit public. Ceci n'est pas pris en compte formellement en l'état actuel du Pacte de stabilité. Un nombre croissant de gouvernements semblent disposés à réformer rapidement les règles du Pacte de stabilité.

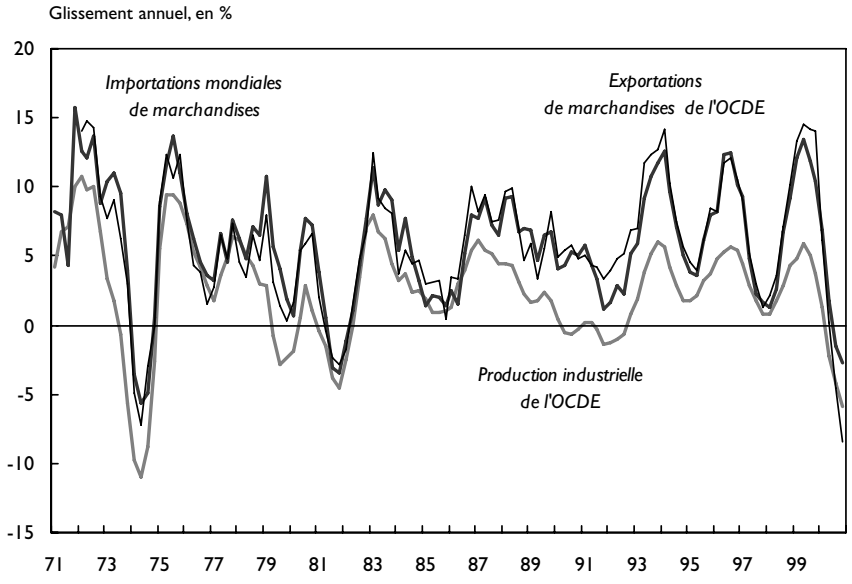
Ce thème sera certainement le sujet des débats du Conseil européen de Séville en juin 2002.

Bien que les conclusions d'Ecofin et les recommandations successives du Conseil européen rappellent les contraintes du Pacte de stabilité, le débat sur l'assouplissement de ces contraintes s'est amplifié au second semestre de 2001. Le débat s'est orienté vers la remise en cause de l'objectif d'équilibre budgétaire à moyen terme, en lui substituant le solde budgétaire structurel primaire. L'impact des variations conjoncturelles sur les finances publiques a pour la première fois été mentionné par le Conseil Ecofin du 6 novembre 2001. Les évolutions récentes ont conduit à un infléchissement du Conseil européen, puisque les ministres européens se sont entendus récemment pour remettre en cause la notion de « déficit public total » à la base des critères d'évaluation des finances publiques. La norme de déficit structurel suppose que les gouvernements nationaux des pays membres de la zone euro s'accordent sur sa mesure, et donc sur l'évaluation d'un sentier de croissance potentielle, puisque le solde courant est, dans cette hypothèse, corrigé en fonction de l'*output gap* (écart entre le PIB courant et son potentiel). Les méthodes d'évaluation pourraient être encore plus contestées si elles devaient servir de base à l'élaboration de règles budgétaires communes pour les pays de la zone euro. La Commission européenne a proposé un mode de calcul du solde budgétaire primaire structurel qui devrait être appliqué pour la prochaine actualisation des programmes de stabilité et de convergence. Au niveau de la zone euro, le solde structurel primaire est de l'ordre de 2,5 points de PIB en 2001, et il est prévu qu'il augmente en 2002. Il existe une marge importante pour adapter la politique budgétaire à la situation conjoncturelle des économies de l'Union.

Commerce mondial : printemps précoce

Les flux de commerce mondial de marchandises se sont rapidement et amplement repliés en 2001 (– 6 % en volume en glissement sur un an), après une accélération rapide et particulièrement forte en 2000 (+ 14 % en glissement sur un an au second semestre 2000). Ce cycle du commerce mondial apparaît plus marqué — à la hausse comme à la baisse — que lors des cycles précédents de l'activité mondiale (graphique 10). Ceci appelle trois remarques. Ce cycle de croissance a été généralisé dans les pays industriels, qui restent les principaux exportateurs et importateurs de marchandises (plus des deux tiers des importations mondiales) et dans les zones en développement les plus intégrées commercialement avec le monde industriel. L'activité industrielle est au cœur du ralentissement actuel, frappée par l'éclatement de la bulle des TIC. Enfin, l'accélération au cours des années 1990 des flux des échanges porte la marque d'une intégration internationale de plus en plus forte des processus de production. Cette nouvelle organisation de la production implique des fluctuations du commerce en biens intermédiaires et en biens d'équipement amplifiées, à la hausse comme à la baisse, mais dont l'ampleur est difficile à mesurer en l'absence d'un suivi statistique des flux de marchandises intra-groupes. Une des marques les plus visibles de l'internationalisation de la production est l'intensification des investissements directs à l'étranger (encadré 5).

10. Production industrielle et commerce de marchandises



Sources : OCDE, sources nationales, calculs OFCE.

La synchronisation du dernier cycle de croissance des économies industrielles constitue une exception au regard des vingt dernières années. Entre le début de 1999 et la mi-2000, l'économie américaine s'était installée sur un rythme de croissance de 4 %, l'économie japonaise tentait de sortir de la récession, la reprise s'installait en Europe. À la mi-2000, le PIB a commencé à ralentir aux États-Unis et en Europe, un peu plus tôt au Japon. Le repli des importations américaines au troisième trimestre a marqué le début du ralentissement du commerce mondial. Mais la demande intérieure avait déjà commencé à fléchir dans la zone euro au début de l'année 2000. L'économie britannique a par contre un peu mieux résisté du fait d'une demande intérieure plus soutenue. Après deux cycles courts, la production industrielle des pays de l'OCDE [7] a connu sa plus forte chute depuis 1975 (– 6 % en glissement à la fin 2001).

Peu de zones ont échappé au ralentissement l'an dernier (tableau 7). Les premières touchées ont été celles dont les liens avec les États-Unis sont les plus forts : Canada, Mexique, ainsi que les pays d'Asie en développement spécialisés dans les produits de l'électronique. Bien qu'ayant eu des effets limités sur les pays voisins, la crise argentine a malgré tout tiré les importations de la zone à la baisse. Le faible taux d'ouverture de la Chine a permis à son économie de continuer à croître à des rythmes de 7 % (ce qui constitue tout de même un ralentissement par rapport aux années précédentes). Les importations des pays pétroliers ont été soutenues par la montée des prix de l'or noir. La Russie en est la meilleure illustration. Dans l'ensemble, les pays d'Europe centrale et orientale ont été épargnés grâce à une situation conjoncturelle interne plus favorable.

La forte croissance des importations des PECO a permis à leurs proches voisins de la zone euro — Allemagne (dont un peu plus de 10 % des exportations sont dirigées vers cette zone), mais aussi Autriche et Grèce (plus de 15 % des exportations de ces deux pays) — de bénéficier d'une progression des marchés extérieurs plus élevée que les autres pays européens, tels la France qui ne destine que 3 % de ses produits à cette zone. Cette conjoncture extérieure plus favorable explique en partie que les exportations de l'Allemagne soient restées plus soutenues que celles de la France (tableau 8).

7. L'OCDE est ici considérée hors les derniers arrivés (Corée du Sud, République tchèque, Hongrie et Pologne).

7. Importations de marchandises (en volume)

	Part dans le commerce en 1999	Variations par rapport à la période précédente, en %														
		2001				2002				2003				2001	2002	2003
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Monde	100,0	– 1,8	– 1,2	– 1,8	– 0,6	0,2	1,1	1,4	1,6	1,8	1,9	2,0	2,1	– 0,5	0,5	7,1
Pays industrialisés	70,1	– 1,9	– 1,2	– 2,2	– 0,7	0,0	1,0	1,2	1,4	1,6	1,6	1,9	2,0	– 1,2	– 0,3	6,3
Union européenne	38,4	– 1,4	– 0,9	– 1,9	– 1,0	0,5	1,0	1,2	1,4	1,7	1,8	1,9	2,0	0,7	0,2	6,7
États-Unis	17,8	– 1,7	– 2,5	– 2,6	– 0,9	– 0,8	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	2,1	2,2	– 2,8	– 1,1	6,6
Japon	5,5	– 2,1	– 2,3	– 4,6	0,3	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	– 2,2	– 1,9	2,6
Autres pays industriels [1]	8,4	– 5,0	0,6	– 1,3	0,3	– 0,8	0,7	1,0	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	– 5,6	0,3	6,1
PED	29,9	– 1,6	– 1,0	– 1,0	– 0,4	0,8	1,3	1,8	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4	1,1	2,2	8,9
Amérique latine [2]	5,3	– 3,9	0,5	– 3,5	– 4,1	– 1,1	0,2	1,8	2,1	2,2	2,6	3,0	3,0	– 4,4	– 4,2	9,3
Asie	16,7	– 1,6	– 3,0	– 0,7	– 0,7	1,3	1,5	2,0	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	0,0	2,4	9,2
Afrique	1,9	– 0,9	– 1,4	– 4,1	4,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	– 0,2	4,3	6,1
Moyen-Orient	2,2	– 8,1	5,0	3,0	3,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,8	7,6	6,7
Ex-URSS	1,2	3,2	13,0	4,0	4,0	0,0	0,5	0,5	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	25,2	9,2	7,4
PECO	2,6	6,7	– 1,1	– 2,1	0,5	0,7	2,2	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	8,9	3,4	11,4

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

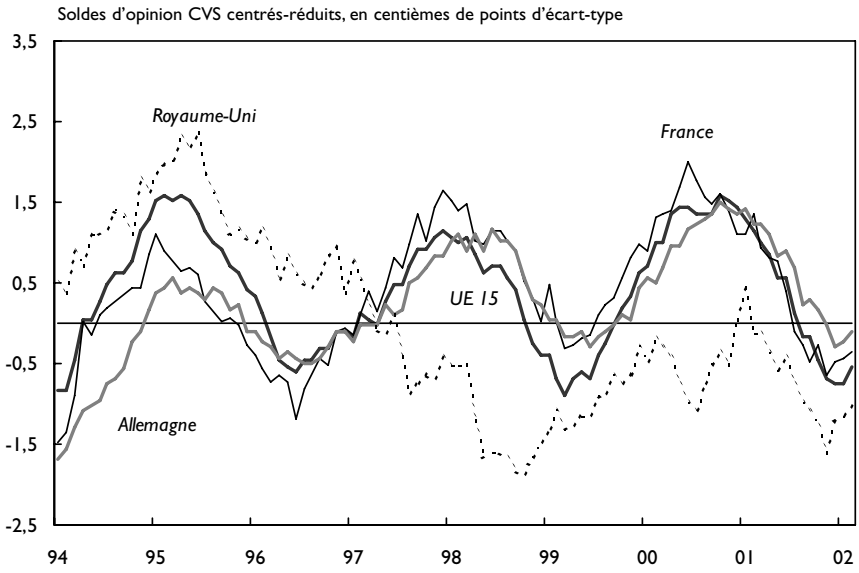
8. Exportations et demandes adressées de marchandises (en volume)

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

Sources : OCDE, sources nationales, prévisions OFCE.

Les flux de commerce ont probablement atteint un point bas à la fin de l'année 2001. Les premières informations portant sur le mois de janvier 2002 semblent signaler la fin de la baisse des importations au tournant 2001/2002 (États-Unis, Royaume-Uni, ...) et peut-être une reprise des exportations (Royaume-Uni, Japon, Corée du Sud). Les signes de reprise ne sont pas bien établis, mais la stabilisation de la production industrielle observée au cours des derniers mois (États-Unis, Royaume-Uni, zone euro, Japon) contribue à conforter la perspective d'une reprise de l'activité en début d'année 2002. En Europe, les opinions des industriels sur les carnets de commandes restent basses mais se redressent depuis la fin de l'année (graphique 11).

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



Source : Commission européenne.

La reprise envisagée dans notre prévision conduirait à une croissance des importations similaire aux États-Unis et dans la zone euro, reflétant des taux de croissance du PIB du même ordre à l'horizon 2003. Le mouvement de reprise serait généralisé dans les pays industriels, à l'exception du Japon. L'économie japonaise resterait prisonnière de ses problèmes structurels et ses importations augmenteraient à peine. Les reprises américaine et européenne relanceraient la croissance des échanges (cycle de l'électronique,...). Les importations des pays d'Europe de l'Est resteraient dynamiques. La progression du commerce mondial serait voisine de zéro en moyenne en 2002 comme en 2001, et retrou-verait des rythmes annuels voisins de 8 % dans le courant de l'année 2003.

Le Japon bénéficierait d'une forte demande adressée mais n'en profiterait pas pleinement. Les gains de compétitivité-prix permis par la dépréciation récente du yen et sa poursuite au cours des prochains mois ne seraient pas suffisants pour stabiliser les parts de marché des exportateurs japonais. Le maintien d'un niveau élevé du dollar conduirait à de légères pertes de parts de marché des exportateurs américains. Au sein de la zone euro, les parts de marché seraient quasiment stables, après une tendance à la baisse dans la plupart des pays dans le courant de l'année 2001, faisant suite une légère dégradation de la compétitivité-prix depuis le milieu de l'année 2000 (graphiques 12). De simples estimations économétriques ne permettent cependant pas d'expliquer complètement l'ampleur de la baisse des parts de marché en France en 2001 (encadré 4), tandis que l'amélioration des parts de marché allemandes n'apparaît pas totalement retracée. Les estimations sur la période récente sont cependant d'autant plus fragiles que les comptes nationaux sont susceptibles d'être révisés. Dans le jeu du partage des marchés mondiaux, les pays d'Amérique latine parviendraient à bien se positionner et les pays d'Asie en développement rapide resteraient les grands gagnants.

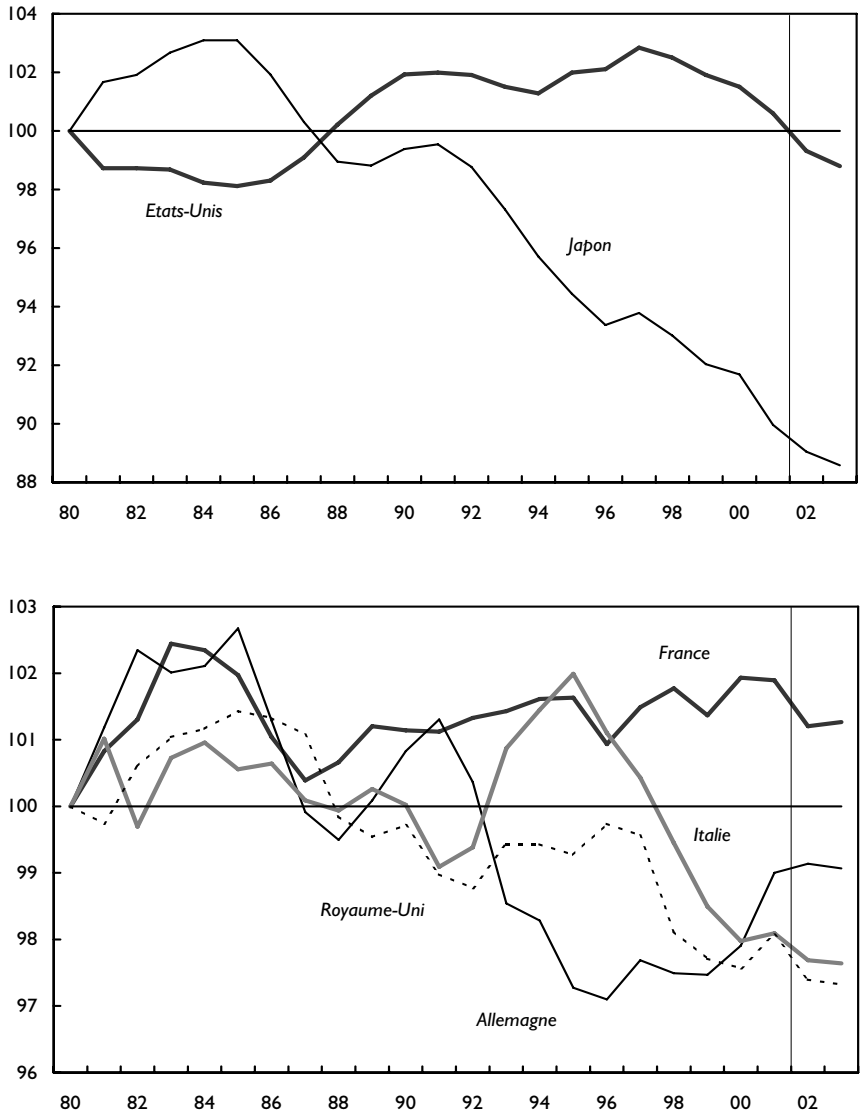
4. Déterminants des exportations et parts de marché

On explique traditionnellement les exportations de marchandises par la demande adressée (importations mondiales pondérées par la structure du pays exportateur considéré) et la compétitivité-prix (prix relatifs à l'exportation du pays par rapport à ses principaux partenaires). Des équations, reliant en niveau les importations à la demande et à la compétitivité-prix, ainsi que le cas échéant à un indicateur de tensions sur l'offre, mesuré par des taux d'utilisation des capacités de production relatifs, conduisent à estimer des élasticités unitaires de la demande et des élasticités-prix de l'ordre de 0,3 à 0,5 [1]. Les équations retracent bien l'accélération des exportations jusqu'à la mi-2000, de façon moins évidente le repli récent. Dans le cas britannique, l'ajustement est très proche, les exportations japonaises sont aussi assez bien retracées. Dans le cas des États-Unis et de la France, la baisse des exportations observée depuis la fin 2000 apparaît un peu plus forte que suggérée par l'estimation. Dans le cas de l'Allemagne, l'équation indique un retournement, qui n'a apparemment pas eu lieu... L'Allemagne est le seul des grands pays qui n'a d'ailleurs pas connu de nette baisse de ses exportations.

1. Cette formalisation ne permet évidemment pas de remplir les conditions de l'économétrie de séries non stationnaires, et sera donc d'emblée refusée selon des critères économétriques stricts. Elle permet cependant de retracer une relation simple et surtout de garantir une cohérence dans une approche multinationale, contrairement à un modèle à corrections d'erreurs, ou à une estimation en deux étapes : à court terme 1 point de hausse des importations mondiales se traduit forcément par une hausse équivalente des exportations mondiales.

12. Parts de marché

1980 = 100 en logarithme



Source : Modèle MIMOSA.

5. IDE et commerce international

La croissance exceptionnellement forte du commerce international en 2000 avait accompagné une croissance mondiale de 4,4 %, la plus forte depuis 1988. Le repli amorcé depuis la mi-2000 accompagne une baisse de la production particulièrement importante dans l'industrie.

Les fluctuations amplifiées du commerce mondial de marchandises depuis plusieurs années au regard des évolutions de la production peuvent être rattachées au moins en partie à l'intégration croissante de la structure productive au niveau mondial observée depuis le milieu des années 1990 et conduite par la forte expansion des flux d'investissements directs étrangers (IDE). Créateurs de nouvelles unités de production ou bien simples opérations de transferts de capital social, ceux-ci tissent de nouveaux liens entre les entités transfrontalières d'un même groupe et modifient probablement les comportements habituels entre demande intérieure et flux commerciaux. En 2000, le stock d'ID détenus par l'étranger représentait 19,8 % du PIB mondial, contre seulement 8,8 % en 1990 et 6,8 % en 1982. La même année, le commerce intra-firme concentrait 50 % du commerce mondial, contre 30 % sur l'ensemble de la décennie 1980. Après plusieurs années de croissance déjà rapide, les flux d'IDE ont atteint un niveau record en 2000 (1271 milliards de dollars, 4 % du PIB mondial). La tendance n'est pas nouvelle mais elle s'est nettement accélérée depuis 1997-1998. Le mouvement est largement soutenu par les opérations de fusions et acquisitions transfrontalières (F&A) qui représentent 90 % des IDE [1]. En 2001, la CNUCED prévoit un repli de près de 40 % des montants investis à l'étranger par rapport à l'année précédente, lié à la baisse des F&A (600 milliards attendus en 2001 après 1100 milliards). En 2002, le mouvement reprendrait avec la reprise économique.

Les raisons de cette expansion sont, en plus de celles traditionnellement avancées (accès direct au marché local, aux ressources naturelles et utilisation d'une main-d'œuvre bon marché), à rattacher à un meilleur environnement institutionnel, aux politiques de privatisations dans un certain nombre de pays et enfin au progrès technique notamment dans le domaine des TIC, qui permet de trouver de nouvelles méthodes de gestion et d'organisation de la production. Par ailleurs, la concentration d'entreprises est rendue de plus en plus nécessaire du fait de l'intensification de la concurrence qui augmente la taille critique des entreprises.

Géographiquement, les flux restent très concentrés. En 2000, les pays développés ont été à l'origine de 91 % des flux d'IDE sortants, avec en tête le Royaume-Uni, la France, et les États-Unis, et ont capté 79 % des IDE entrants (États-Unis, Allemagne, France surtout). L'UE s'affirme comme un pôle d'investissements et une zone d'accueil désormais dominants. 67 % des flux mondiaux viennent des pays de l'UE (et 12 % des États-Unis) contre 47 % en 1996. A l'inverse, les pays de l'UE captent au total 48 % des investissements directs (22 % vont vers les États-Unis) contre 29 % quatre ans plus tôt. Ces données portent sur l'ensemble des flux (y compris ceux qui restent dans la zone) et montrent clairement l'intégration de la structure productive au niveau européen. Le Japon échappe totalement au mouvement. Les pays en développement conti-

1. Pour plus d'informations, le lecteur pourra se référer à l'article de S. Levasseur, « Investissements directs à l'étranger et stratégies des entreprises multinationales », *Revue de l'OFCE* (hors série), 2002.

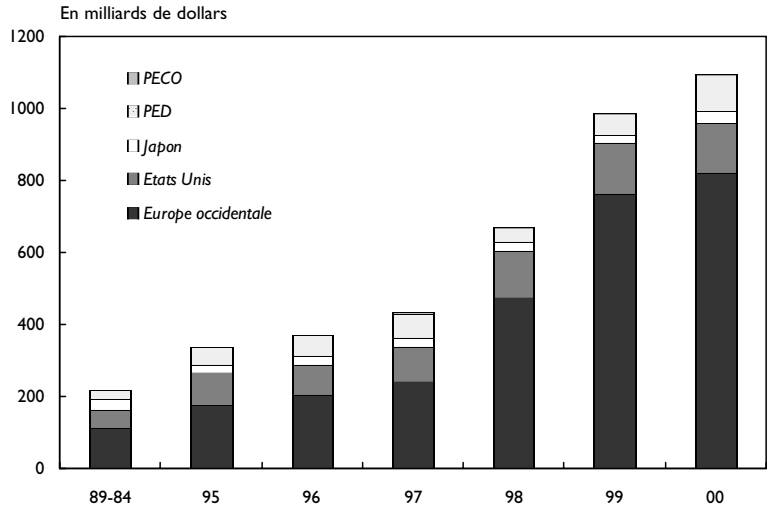
nuent d'attirer des capitaux mais leur part dans les flux mondiaux tend à baisser. Ils deviennent par contre des investisseurs de plus en plus présents à l'étranger.

Les pays européens qui ont le plus fortement accru leurs ID à l'étranger sont la Belgique - Luxembourg, l'Espagne, le Royaume-Uni, la Suède et la Finlande. Mais les premiers investisseurs restent le Royaume-Uni, la France, la Belgique - Luxembourg et les Pays-Bas. A l'inverse, ceux qui ont vu une forte hausse des entrées d'ID étrangers sont l'Allemagne, l'Irlande, la Finlande, la Belgique - Luxembourg. L'Allemagne, le Royaume-Uni et la Belgique - Luxembourg restent les principaux pays d'accueil.

La progression de ces flux a fini par avoir un rôle important dans les économies. Le stock d'actifs détenus à l'étranger par des entreprises américaines représente 13 % du PIB des États-Unis. L'UE détient l'équivalent de 29 % de son PIB. A l'inverse, le stock d'actifs détenus par des entreprises étrangères aux États-Unis et dans l'UE représente respectivement 14,5 % et 22 % de leur PIB. Si les IDE dans les PECO demeurent encore marginaux en niveau, malgré une progression constante, ils y occupent une part élevée : 13 % du PIB de la zone en 1999 (40 % du PIB pour la Hongrie, 33 % pour la République tchèque, et 17 % pour la Pologne et la Roumanie).

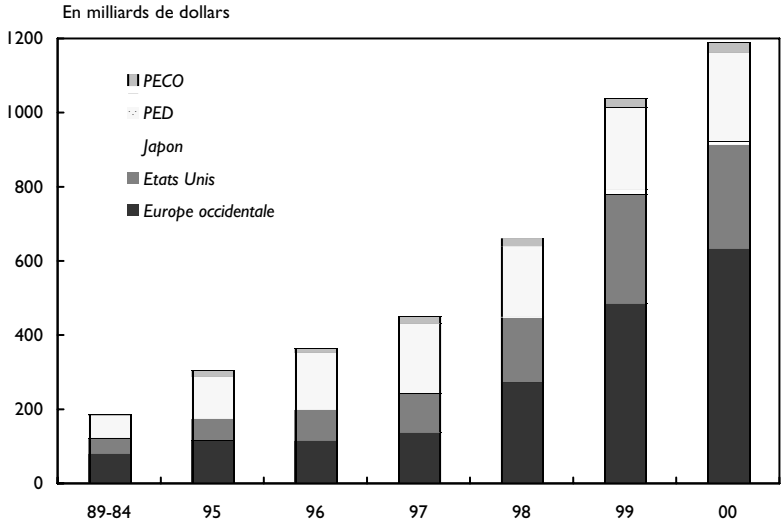
Le lien entre IDE et exportations n'est pas toujours vérifié notamment lorsque les investissements sont réalisés dans des activités de services (banques, finance, télécommunications, ...) ce qui est en partie le cas avec les stratégies de fusions. Lorsqu'il a lieu cependant, les effets de complémentarité entre les deux flux sortants (exportations de biens d'équipement ou intermédiaires liées à l'implantation de nouvelles unités productives ou à la production délocalisée) l'emportent en général sur les effets de substitution (les exportations sont remplacées par la production locale). Les effets jouent moins fortement sur les importations du pays investisseur. L'impact net sur la balance commerciale du pays d'accueil n'est pas nécessairement négatif (réexportations de biens finis ou semi-finis, pénétration sur les marchés des pays tiers).

1. Flux mondiaux d'IDE sortants



Source : CNUCED.

2. Flux mondiaux d'IDE entrants



Source : CNUCED.

Stocks d'actifs détenus à l'étranger et exportations

En % du PIB, 1999

	Stocks d'actifs détenus à l'étranger	Exportations de biens et services
États-Unis	13	11
Allemagne	19	30
Belgique-Luxembourg	100	80
France	25	19
Grèce	0	21
Irlande	16	98
Italie	16	28
Pays-Bas	66	64
Royaume-Uni	50	33
Suède	47	49

Sources : OCDE, CNUCED, calculs OFCE.

Inflation dans la zone euro : un risque contenu

Après une nette accélération de l'inflation dans la zone euro en 2000 essentiellement causée par la hausse du prix de l'énergie, l'année 2001 a été caractérisée par une évolution contrastée des prix.

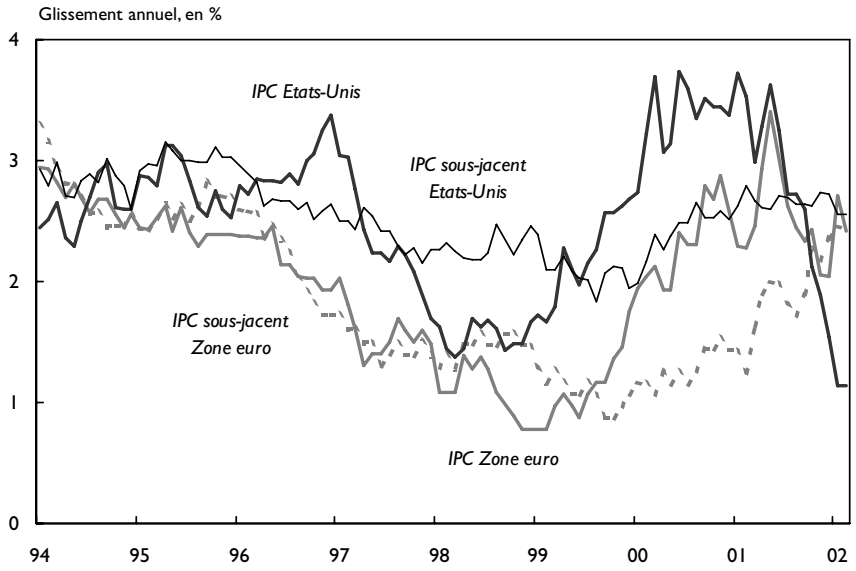
Une évolution contrastée des prix en 2001

D'un côté, la forte baisse du prix de l'énergie à partir de juin 2001 s'est traduite par un net ralentissement du rythme de l'inflation entre le point haut de mai (3,4 % en glissement annuel pour l'indice harmonisé des prix à la consommation) et le début 2002 (2,4 % en février). Le recul des prix énergétiques a permis de compenser l'impact sur l'indice des prix à la consommation de la flambée du prix des biens alimentaires (5,4 % en glissement annuel en juillet 2001, encore 4,9 % en février 2002) consécutive aux crises alimentaires et à de mauvaises conditions météorologiques. De l'autre, la hausse du prix à la consommation des biens industriels hors énergie et des services s'est nettement accélérée dans la zone euro dans le courant de 2001, si bien que le glissement annuel de l'inflation sous-jacente des prix à la consommation a atteint en février 2002 un niveau proche de celui des États-Unis (graphique 13), alors qu'il lui était encore inférieur de plus d'un point en janvier 2001.

Si le mouvement d'accélération de l'inflation sous-jacente en 2001 est commun à l'ensemble des pays de la zone, le niveau des tensions inflationnistes est loin d'être homogène. En 2001, la progression de l'indice harmonisé des prix à la consommation a dépassé 5 % aux Pays-Bas, et a été proche de 4 % au Portugal et en Irlande, alors qu'elle est restée comprise entre 2 et 3 % dans tous les autres pays à l'exception de la France (1,8 %), qui est depuis 1999 le pays le moins inflationniste de la zone.

Une tendance croissante à la dispersion des rythmes de l'inflation s'observe en fait au sein de la zone euro une fois passée la contrainte de respect des critères de convergences pour l'entrée dans l'union monétaire. À la mi-1997, l'écart entre le taux d'inflation le plus bas, observé en Finlande, et le taux d'inflation le plus élevé, observé au Portugal, était inférieur à 0,7 point sur le glissement annuel des prix à la consommation. Entre la mi-1997 et la fin 1999, l'Italie, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande n'ont par la suite pas ou peu suivi le mouvement de décélération de l'inflation. L'accélération de l'inflation entre la fin 1999 et mai 2001 a ensuite été beaucoup plus marquée aux Pays-Bas, au Luxembourg, en Espagne mais aussi en Allemagne. L'inégal repli de l'inflation depuis mai a ensuite amené la dispersion au sein de la zone euro à un point maximum en décembre 2001 (graphique 14 et tableau 9).

13. Évolution des prix à la consommation aux États-Unis et dans la zone euro



L'IPC sous-jacent est l'indice hors énergie, hors alimentation et tabac.
Sources : BLS, Eurostat.

14. Indicateur de dispersion des prix à la consommation dans la zone euro



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

9. Dispersion des prix à la consommation dans la zone euro *

	Décembre 1998	Janvier 2000	Janvier 2001	Janvier 2002
Total IPCH				
Écart max min	2,6	2,5	2,9	3,3
Valeur 3 max moins valeur 3 min **	2,2	1,6	2,2	2,8
Écart type non pondéré	0,9	0,7	0,9	1,2
Écart type pondéré	0,8	0,6	0,6	0,9
Énergie				
Écart max min	6,1	17,4	11,9	9,5
Valeur 3 max moins valeur 3 min **	3,6	8,9	6,7	4,8
Écart type non pondéré	1,5	4,1	3,0	2,4
Écart type pondéré	1,2	2,9	2,4	2,0
Alimentaire				
Écart max min	4,4	5,6	3,2	6,9
Valeur 3 max moins valeur 3 min **	3,6	3,3	2,1	3,8
Écart type non pondéré	1,4	1,5	0,9	1,8
Écart type pondéré	1,0	1,3	0,9	1,2
Indice sous-jacent				
Écart max min	2,0	2,2	3,3	4,7
Valeur 3 max moins valeur 3 min **	1,8	1,6	2,6	3,2
Écart type non pondéré	0,7	0,6	1,0	1,3
Écart type pondéré	0,7	0,7	0,9	0,9
Services				
Écart max min	3,0	3,6	4,6	6,8
Valeur 3 max moins valeur 3 min **	2,7	2,4	3,2	3,7
Écart type non pondéré	1,1	1,0	1,4	1,7
Écart type pondéré	1,1	0,9	1,2	1,1
Industrie hors énergie				
Écart max min	2,2	2,5	2,7	3,3
Valeur 3 max moins valeur 3 min **	1,8	1,8	1,7	2,2
Écart type non pondéré	0,7	0,8	0,8	0,9
Écart type pondéré	0,7	0,8	0,8	0,8

* N.B. : sans la Grèce avant 2001.
** Valeur moyenne de l'inflation dans les 3 pays les plus inflationnistes — valeur moyenne de l'inflation dans les 3 pays les moins inflationnistes.
Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Pour une part, ces écarts reflètent des divergences de maturation du cycle et de tensions sur les capacités productives au sein de la zone. Au point haut du cycle en 2000, l'écart de production mesuré comme l'écart du PIB à sa tendance atteignait 1 % dans l'ensemble de la zone. Il était encore inférieur à 1 % dans les trois grands pays de la zone (Allemagne, France, Italie) ainsi qu'en Grèce et en Autriche, mais était compris entre 1 et 2 % aux Pays-Bas, en Espagne, en Belgique et au Portugal et dépassait 2 % en Finlande (2,1 %), et surtout au Luxembourg (3,9 %) et en Irlande (5,1 %). À l'exception de l'Irlande, des Pays-Bas et, dans une moindre mesure, de la Finlande, la poursuite de la modération salariale en 2000 et en 2001 a cependant été déterminante pour contenir les effets de la hausse des prix énergétiques. Cette maîtrise des coûts salariaux, jointe aux effets de l'intensification de la concurrence, qui joue essentiellement pour les prix industriels, peut en partie expliquer pourquoi les divergences d'inflation sous-jacente pour les prix industriels sont restées relativement stables et faibles au cours des trois dernières années au sein de la zone. Abstraction faite de l'Irlande et des Pays-Bas, il ne semble donc pas que l'inflation importée ait été plus répercutée dans les pays où l'écart de production était plus important.

Pour une autre part, les divergences de rythmes d'inflation au sein de la zone euro sont imputables à des différences de nature plus spécifique qui relèvent autant de la fiscalité indirecte que de l'avancement de la déréglementation des marchés de réseaux, ou encore d'effets de structure. En moyenne sur 2001, la hausse des prix énergétiques à la consommation est restée par exemple relativement élevée en dépit de la forte chute du prix des matières premières énergétiques en Allemagne (6,4 %), aux Pays-Bas (8,4 %) et au Portugal (5,2 %), notamment en raison du relèvement des taxes environnementales en début d'année 2001.

Une probable atténuation des tensions inflationnistes au cours des prochains mois

Début 2002, un certain nombre d'éléments laissent attendre une atténuation des tensions inflationnistes au cours des prochains mois. Certes, le rythme de l'inflation mesuré par l'indice harmonisé des prix à la consommation s'est accéléré en janvier 2002 en raison du passage à l'euro, du relèvement de plusieurs impôts indirects dans un certain nombre de pays de la zone (encadré 6), ainsi que d'une remontée des prix énergétiques. Mais les prix sont restés stables en février et plusieurs signes de détente se manifestent déjà, par exemple du côté du prix des biens alimentaires à la fin 2001. En amont, les tensions sur les prix se sont atténuées au niveau de la production de manière continue depuis la fin 2000, et cette détente a commencé à se répercuter au niveau des

prix à la consommation. La progression de l'indice sous-jacent s'est ainsi ralentie depuis la fin 2001. Le recul continu des prix à la production et des perspectives de prix dans l'industrie laisse penser que l'effet de la baisse passée du prix de l'énergie sur l'évolution de l'inflation sous-jacente au niveau de la consommation devrait se prolonger au cours des prochains mois. Cela serait facilité par le fait que dans tous les pays le niveau de production est passé en deçà de son niveau tendantiel au tournant 2001-2002.

La détente des capacités productives constatée début 2002 sera déterminante pour l'évolution prochaine des tensions inflationnistes, car elle lève une partie de l'hypothèque liée à l'issue des négociations salariales de 2002. Dans certains pays, les précédents accords salariaux avaient été en effet conclus sur une période de deux ans (Allemagne et Autriche par exemple) et les premiers éléments disponibles laissent attendre des revendications assez fortes de la part des syndicats, visant à rattraper les pertes de pouvoir d'achat subies en 2001. Dans d'autres pays, les accords tripartites prévoient explicitement des clauses de rattrapage en cas d'écart entre l'inflation effective et l'inflation anticipée (Espagne et Italie par exemple). La présente prévision table cependant sur une poursuite de la modération salariale, à l'exception des Pays-Bas et de l'Irlande. Celle-ci a déjà été négociée en Espagne, et devrait être imposée par la détérioration de la situation du marché du travail ailleurs.

La conjonction des éléments précédents et l'absence de nouvelle hausse des prix du pétrole permettrait à l'inflation de ralentir dans le courant 2002. La reprise de l'activité à partir du second semestre 2002 induirait ensuite une légère accélération de l'inflation, mais le niveau encore bas des tensions dans la zone euro en 2003 limiterait les risques de tensions inflationnistes. En moyenne annuelle, la progression des prix à la consommation se monterait à 1,7 % en 2002, à 2 % en 2003.

6. Effet du passage à l'euro sur les prix dans la zone euro

Le rebond de l'inflation en janvier 2002 dans la zone euro (2,7 % en glissement annuel, après 2 % en décembre 2001) a alimenté le débat sur l'effet du passage à l'euro fiduciaire sur les prix, c'est-à-dire sur la part dans l'accélération des prix de janvier 2002 qui peut être attribuée à l'adoption de nouvelles grilles de prix en euros. Selon Eurostat [1], sur les 0,5 % d'augmentation mensuelle des prix observés entre décembre 2001 et janvier 2002, entre 0 et 0,16 point peut être attribué au passage à l'euro, les 0,34 point restant résultant d'autres facteurs, comme la hausse des prix des produits frais ou la hausse des taxes indirectes, notamment sur le tabac. L'estimation de l'INSEE [2] pour la France est proche de celle d'Eurostat, puisqu'elle estime que le passage à l'euro, qui a surtout touché les services, est à l'origine de 0,1 point de hausse des prix en janvier 2002 en France, dont les deux tiers concernent les cafés et les restaurants.

Le mauvais temps inhabituel du début de l'hiver a entraîné une hausse très importante des prix des légumes en janvier (impact de 0,21 sur l'indice des prix en janvier), non seulement dans la zone euro mais aussi dans le reste de l'Union européenne. Il explique la part la plus importante de l'inflation de janvier 2002. Par ailleurs, les modifications traditionnelles de janvier de divers tarifs dans les secteurs de la santé, de la poste ou des transports et l'augmentation des taxes sur l'alcool, le tabac (0,07) ou l'énergie (avec l'éco-taxe allemande) ont entraîné une hausse des prix. Enfin, les hausses de prix inhabituelles dans les restaurants et cafés (0,07), les loyers (0,02) et d'autres services (0,07) comprenant notamment les assurances habitation, les services culturels, la coiffure seraient dues en partie au passage à l'euro. En effet, le secteur des services, dans lequel les prix « ronds » ou « psychologiques » jouent un rôle important, a eu tendance à arrondir ses tarifs à la dizaine de centimes ou à l'euro supérieur.

Il est difficile de chiffrer cet impact simplement en observant les données de janvier 2002, car les changements de prix liés à l'euro ont été amorcés en 2001 dans certains secteurs et devraient se poursuivre en 2002 avec la recherche de grilles de prix psychologiques. Par ailleurs, le relèvement des tarifs de certains services anticipe sans doute des hausses qui seraient de toute façon intervenues ultérieurement. D'après les estimations d'Eurostat et de l'INSEE, l'effet du passage à l'euro sur les prix serait plus faible que ne le perçoivent les consommateurs. En effet, ces derniers se concentrent sur les prix de leurs achats les plus fréquents, comme les services dans les cafés et restaurants, mais ils ne se rendent pas nécessairement compte des variations de prix sur des achats qu'ils effectuent moins souvent. Or, dans certains secteurs, comme l'électroménager, l'audiovisuel ou l'informatique, les prix ont continué de baisser. À long terme, la monnaie unique devrait d'ailleurs avoir un effet déflationniste, en raison d'une plus grande transparence et d'un accroissement de la concurrence dans la zone euro.

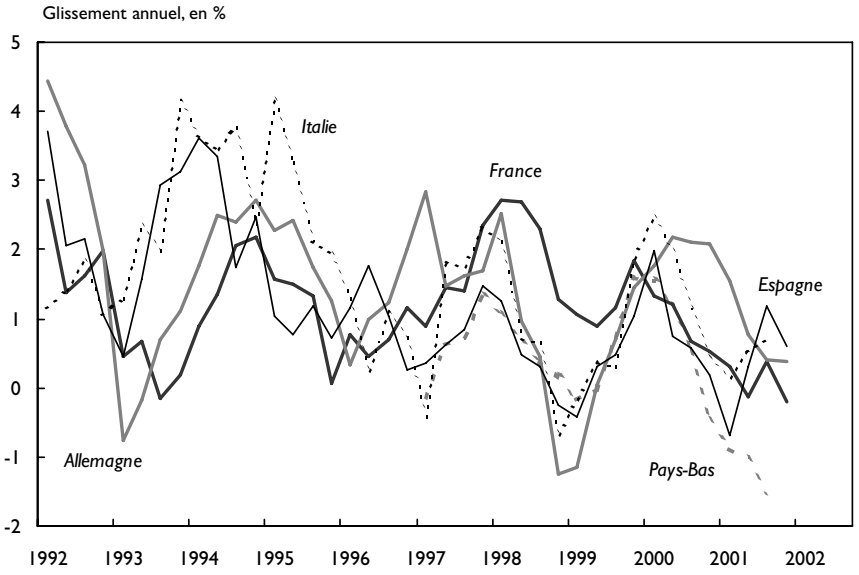
1. Communiqué de presse du 28 février 2002, « Le taux d'inflation annuel de la zone euro en hausse à 2,7 % », janvier 2002.
2. Informations rapides du 26 février 2002 : « Indice des prix à la consommation », janvier 2002.

Situation financière des entreprises

La forte progression du prix du baril de 1999 à la première moitié de 2001 a amputé le revenu des pays non producteurs (de 1,2 point de PIB). Dans les cinq grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Pays-Bas, Espagne), les entreprises ont répondu en 2000 en augmentant leurs prix de vente. Le ralentissement de 2001 a créé une certaine tension sur les coûts salariaux unitaires des entreprises, essentiellement en raison des retards d'ajustement de l'emploi sur l'activité, qui ont induit un ralentissement assez net de la productivité dans les grands pays (graphique 15). La baisse du prix du pétrole à partir du printemps 2001, mais aussi et la relative maîtrise des progressions salariales, ont permis de soulager les tensions inflationnistes. Les entreprises n'ont cependant pas ajusté en 2001 leurs prix de vente dans la proportion permise par la baisse du prix des matières premières. L'ampleur des ajustements de prix et l'évolution des taux de marge n'ont pas été les mêmes d'un pays à l'autre, notamment en raison de situations différentes par rapport à leur production potentielle ou de contraintes différentes de compétitivité.

Le maintien des taux de marge en France et en Allemagne s'est fait au prix d'une accélération (encore) modérée de l'inflation. En Espagne et en Italie, le taux de marge a continué à progresser en 2001, dans un contexte de forte maîtrise des coûts salariaux unitaires (CSU). Aux Pays-Bas enfin, le conflit de répartition engagé depuis quelques années ne prend pas le chemin d'une résolution rapide et une spirale inflationniste a été

15. Évolution de la productivité dans l'ensemble de l'économie



Sources : Instituts statistiques nationaux.

enclenchée. À l'exception des Pays-Bas, les entreprises ont donc réussi à contrôler l'évolution de leurs marges en 2000, mais aussi en 2001. La baisse des taux d'intérêt réels a également permis de maintenir à un niveau élevé la profitabilité des investissements. En outre, à l'exception encore des Pays-Bas mais aussi, dans une moindre mesure, de la France, la situation financière des entreprises mesurée par leur taux d'épargne ne s'est pas dégradée en 2001. Les entreprises sont donc beaucoup plus contraintes par leurs débouchés que par une dégradation de leur situation financière. En 2002, le redressement des perspectives de débouchés, la maîtrise des coûts unitaires et le retournement des marchés financiers permettraient une reprise progressive des dépenses d'investissement.

Allemagne, France : objectif marges

L'Allemagne et la France ont connu depuis 2000 une pression à la hausse des coûts salariaux unitaires du fait principalement du ralentissement de l'activité. Les producteurs ont préservé leurs marges en augmentant leurs prix de vente dans un premier temps, puis en ne répercutant pas toute la baisse des prix des matières premières. Cela est probablement à l'origine de la hausse de l'inflation sous-jacente.

Accélération des coûts salariaux

Les coûts salariaux unitaires [8] ont nettement accéléré en France et en Allemagne depuis 2000. Cette accélération est plus inquiétante en France, qui est partie d'un niveau d'inflation salariale plus haut. Au quatrième trimestre 2001, la progression a été supérieure à celle observée lors de la récession de 1993. En Allemagne, les CSU sont revenus en 2001 à une croissance positive, après avoir baissé en 2000. Cependant, une poursuite de l'accélération serait difficilement soutenable, en raison du manque de compétitivité-prix actuel de l'Allemagne. [9]

L'accélération des coûts salariaux a suivi des modalités différentes, du fait, d'une part, des 35 heures en France et, d'autre part, de la multiplication des petits boulots en Allemagne. En France, la productivité par salarié décélère depuis la fin 1999, à cause de la réduction du temps de travail, puis du ralentissement économique. En contrepartie, la progression des rémunérations par tête est restée modérée jusqu'au premier

8. Les coûts salariaux unitaires sont le ratio de la masse salariale par le volume d'activité, ou encore le ratio des salaires par tête par la productivité par tête. Comme mesure nominale, ils constituent un indicateur des tensions inflationnistes liées aux salaires. La part de la masse salariale dans la valeur ajoutée est le rapport entre les CSU et les prix de VA.

9. Voir L. Nayman et D. Ünal-Kesenki, « The French-German Productivity Comparison revisited : Ten Years after the German Unification », *CEPII Working Paper*, n°14, 2001.

trimestre 2001, en partie grâce aux allégements de cotisations sociales employeurs liés aux 35 heures. Cependant, les rémunérations par tête ont accéléré par la suite. Les salariés ont obtenu un rattrapage de la hausse des prix de consommation observée au cours de 2000, rattrapage rendu possible par la fin de certaines clauses de modération salariale signées lors du passage aux 35 heures. Par ailleurs, le Smic des salariés à 39 heures a crû très vivement du fait de son mode de calcul[10] : 3,2 % et 4,0 % respectivement en juillet 2000 et 2001, une progression très supérieure à l'inflation. Cela pèse essentiellement dans les secteurs de services à forte proportion de bas salaires et de petites entreprises, comme l'hôtellerie, la restauration, les cafés, les salons de coiffure, etc.

En Allemagne, les gains de productivité par tête sont restés forts jusqu'au début 2001. Par ailleurs une grande partie des emplois créés ont été des petits boulots, à temps partiel. Cela a limité la progression des rémunérations par tête. A la différence de la France, les salariés n'ont pas pu obtenir en 2001 de rattrapage de la hausse des prix à la consommation, car la plupart des conventions collectives avaient été conclues en 2000 pour une période de deux ans.

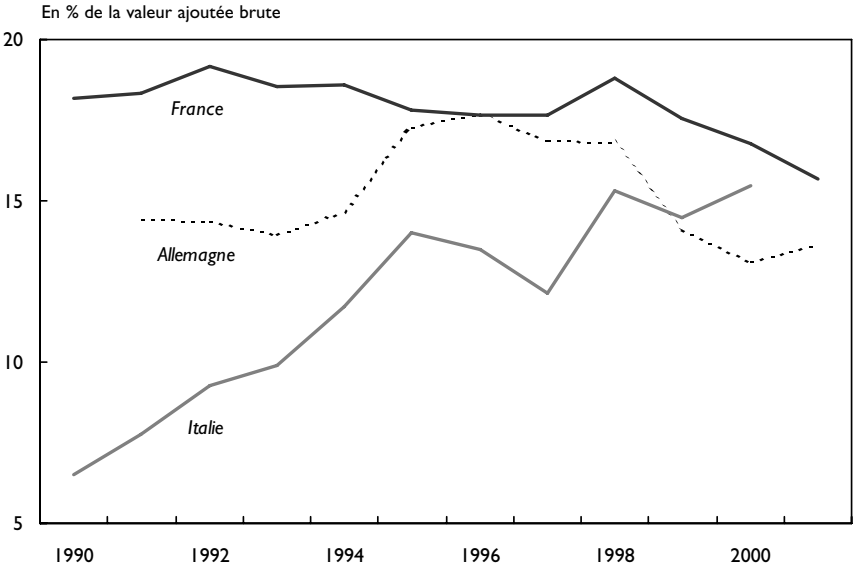
Dans ce contexte de pression des coûts salariaux, les entreprises ont limité en France comme en Allemagne la dégradation de leur marge en augmentant leurs prix en 2000, puis en ne répercutant pas toutes les baisses de prix des biens intermédiaires en 2001. Cette réaction fait peser des risques inflationnistes sur les économies. Dans notre scénario de prévision, ce risque serait évité car les entreprises réussiraient à maîtriser leurs coûts salariaux : elles tireraient parti de la reprise pour réaliser des gains de productivité tandis que les hausses salariales seraient modérées compte tenu de la dégradation de la situation du marché du travail. Cette évolution est plausible dans la mesure où les prix à la consommation ne connaîtraient pas d'accélération supplémentaire due à des facteurs exogènes comme les prix alimentaires ou du pétrole. Par ailleurs, la productivité s'est stabilisée en France au cours du deuxième semestre 2001, signe d'un début d'ajustement de l'emploi à l'activité.

Un financement de l'investissement encore difficile

Si les entreprises françaises et allemandes ont réussi à maintenir leur taux de marge, leur situation financière (mesurée par le taux d'épargne (graphique 16)) s'est cependant dégradée depuis 1998, principalement à cause de l'alourdissement des coûts financiers (intérêts et dividendes nets versés). Cette dégradation s'est poursuivie en France en 2001, alors que la réforme fiscale de 2001 a permis une remontée du taux d'épargne en Allemagne.

10. Voir V. Chauvin, E. Heyer , « L'affaire des 7 Smic », *Lettre de l'OFCE*, n° 207, juillet 2001.

16 . Taux d'épargne des sociétés non financières



Sources : Instituts statistiques nationaux.

En Allemagne, les besoins des entreprises pour financer la reprise de l'investissement à partir de 1998 ont entraîné un recours accru au crédit et à l'émission d'actions. La hausse des charges financières qui en a découlé a été amortie par la baisse des taux d'intérêt jusqu'en 1998. En France, le désendettement des entreprises a duré durant la majeure partie de la décennie 1990, jusqu'en 1998. Les charges d'intérêt ont donc diminué jusqu'à cette date, compensant le dynamisme des dividendes versés observé depuis 1996.

Dans les deux pays, les dividendes ont progressé très rapidement de 1996 à 2000, alors même que la valorisation des actions permettait de maintenir un rendement attractif des placements en action jusqu'en 1999. Le retournement des marchés boursiers à partir de 2000 a fait pression sur les entreprises, qui ont trouvé difficilement accès au financement : les émissions d'actions ont fortement ralenti. Les entreprises ont alors cherché à garantir des dividendes élevés malgré le ralentissement. Cette évolution est encore plus marquée en 2001. En Allemagne, les distributions de dividendes ont été d'autant plus importantes qu'elles donnaient droit à un crédit d'impôt. L'abaissement en 2001 du taux de l'impôt sur les bénéfices non distribués a été en effet appliqué de façon rétroactive aux bénéfices non distribués de 2000.

Italie et Espagne : viva la modération !

L'Espagne et l'Italie ont fait preuve d'une meilleure maîtrise de leur CSU. L'accélération des CSU en Espagne a été plus faible qu'en France et en Allemagne tandis que leur progression en Italie s'est ralentie en 2001. Dans ces deux pays les entreprises ont réussi à augmenter encore leurs marges.

En Italie, la modération salariale se poursuit depuis 1998, de pair avec une baisse continue des cotisations sociales employeurs. Ni en 2000 ni en 2001 le pouvoir d'achat des salaires n'a récupéré le différentiel positif entre inflation effective et inflation programmée par le gouvernement et qui sert de base aux négociations de branches. En effet, les accords entre partenaires sociaux prévoient que l'inflation importée soit exclue du rattrapage salarial. De plus, le partage des gains de productivité prévu lors de la deuxième phase de négociation au niveau des entreprises n'a été que partiellement appliqué lorsque la situation le permettait. Le ralentissement de la croissance des gains de productivité observé en 2000, s'explique par une plus forte élasticité des créations d'emplois en période de reprise de l'activité que par le passé ainsi que par une plus forte composante d'emplois temporaires. Ces mêmes facteurs ont permis un redressement rapide de la productivité italienne en 2001 lors de l'ajustement de l'emploi au ralentissement de l'activité.

La remontée plus rapide du taux de marge italien par rapport à la France et à l'Allemagne s'explique par l'absence de dégradation des marges dans les services. En Italie, deux évolutions sectorielles bien distinctes ressortent. Alors que les coûts salariaux unitaires ont fortement ralenti dans les services, la progression du prix de valeur ajoutée s'est accélérée en 2001 et cette évolution explique l'essentiel de la hausse du taux de marge. L'Italie est le seul pays où les coûts salariaux ont continué de reculer dans l'industrie, si bien que les entreprises de ce secteur ont pu maintenir leur marge tout en baissant leurs prix de production et de valeur ajoutée en 2001.

Si les entreprises italiennes ont eu un recours accru à l'endettement pour financer un cycle d'investissement très vigoureux depuis 1997, le redressement de leur taux de marge et de l'épargne leur a permis de maintenir leur ratio d'autofinancement. Les dividendes ont moins progressé qu'en France et en Allemagne, en raison d'une stratégie de financement axée principalement sur des émissions obligataires, induite par la baisse des taux d'intérêt.

En Espagne, où les coûts salariaux unitaires se sont accélérés en 2001, après leur stabilisation en 2000, la hausse des rémunérations par tête n'a été que partiellement compensée par la forte reprise de la productivité. Ces forts gains de productivité reposent sur une décélération des créations d'emplois plus forte qu'en Italie et en France, après cinq années de progression de l'emploi très vigoureuse.

La hausse du taux de marge entamée depuis 1993 s'est poursuivie en 2001, notamment grâce à une faible accélération des coûts unitaires. Les accords de modération salariale passés entre partenaires sociaux maintiendraient en 2002 les rémunérations par tête sur un rythme d'évolution plus proche de celui de 1998 et 1999 que de 2001. Les entreprises pourraient ainsi maintenir un taux de marge suffisamment élevé tout en réajustant leurs prix de vente, ce qui ramènerait l'inflation au rythme de 2 % anticipé dans les accords. En Italie, où la saison de négociations s'annonce difficile, les priorités des partenaires sociaux resteraient la création d'emplois, les réformes du marché du travail et de la protection sociale. Le durcissement actuel du conflit social ne remettrait ainsi pas en cause la modération salariale à l'horizon de 2003.

Pays-Bas : dans la tourmente inflationniste

Les Pays-Bas sont depuis le début 2000 dans une situation de spirale inflationniste. En dépit du ralentissement de la croissance, la situation du marché du travail ne s'est pas détendue dans le courant 2001 et le taux de chômage s'est stabilisé à un niveau historiquement bas à la fin de l'année (2,4 % pour le taux de chômage harmonisé). Dans ce contexte, les entreprises ont eu des réticences à licencier, si bien que l'ajustement de l'emploi est resté limité en 2001. Cela s'est traduit par une forte chute des gains de productivité (– 1,1 % en moyenne en 2001). Par ailleurs, le salaire par tête progresse depuis le début 2000 à un rythme supérieur à 4 %, si bien que la croissance des coûts salariaux unitaires dépassait 6 % en glissement annuel fin 2001.

Si, comme ailleurs, les entreprises ont bénéficié en 2001 de la baisse du prix de l'énergie, elles n'ont pu éviter une nouvelle chute de leurs marges en dépit d'une forte accélération de leurs prix de valeur ajoutée. La nette dégradation de la situation financière des entreprises devrait se répercuter sur leurs dépenses d'investissement au cours des prochains mois et notre prévision table sur une croissance de l'investissement privé inférieure à la moyenne de la zone euro en 2002.

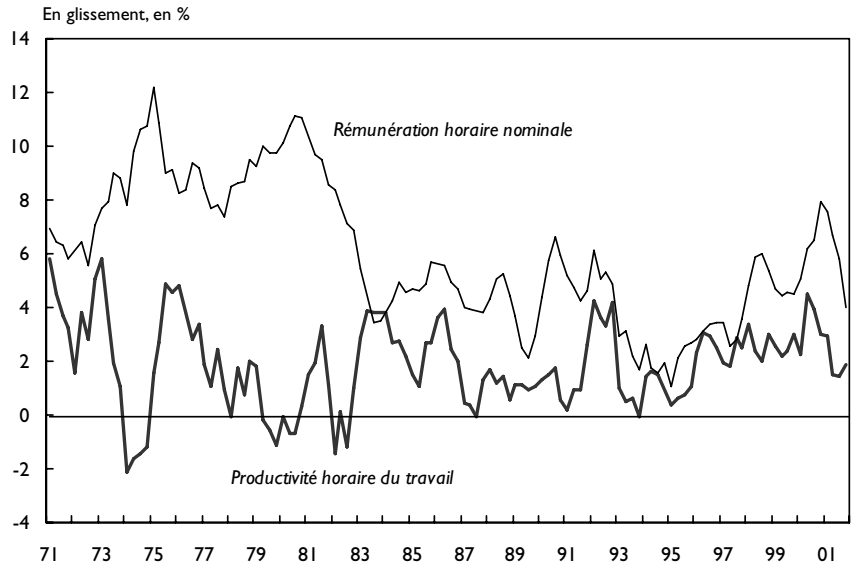
Entreprises américaines : dégradation cyclique du taux de marge

L'évolution du taux de marge des entreprises aux États-Unis suit, pour des raisons structurelles, une logique différente de celle en Europe. Sur longue période, le taux de marge est resté stable, cependant il connaît des évolutions cycliques très marquées : les rémunérations nominales par

tête ne s'ajustant pas à la baisse, le taux de marge des entreprise retrace les évolutions de la productivité.

Par rapport aux récessions précédentes, les évolutions récentes se distinguent par la bonne tenue des gains de productivité (graphique 17). La forte progression des coûts salariaux horaires a créé une pression à la hausse sur les coûts salariaux unitaires, que les entreprises n'ont pas pu répercuter dans leurs prix de vente. Cependant, les derniers chiffres confirment un maintien des gains de productivité, en même temps qu'ils indiquent une modération des rémunérations horaires, ce qui permettrait un rétablissement du taux de marge des entreprises.

17. Évolution de la productivité horaire du travail et de la rémunération horaire nominale aux États-Unis



Source : Bureau of Labor Statistics.

Croissance rapide des coûts salariaux unitaires malgré la bonne tenue de la productivité

La dégradation du taux de marge des sociétés non financières, et celle de la rentabilité économique, s'est faite en deux temps : une première baisse entre 1997 et la fin 1999, une seconde baisse à partir de la mi-2000. Le premier mouvement est venu effacer la hausse importante observée entre 1994 et 1997. Le deuxième a conduit le taux de marge des entreprise à des niveaux historiquement faibles.

La forte hausse des coûts salariaux sur la deuxième moitié de 2000, combinée au ralentissement des prix de valeur ajoutée (consécutif à la baisse du prix du pétrole), explique l'infléchissement net du taux de marge à partir de cette date. La moindre progression des CSU sur la première moitié de 2001 alors que les prix de valeur ajoutée ne progressent que très peu explique un certain ralentissement de la baisse du taux de marge. Au quatrième trimestre, le taux de marge s'est même légèrement redressé.

Cependant, les gains de productivité horaire du travail ont résisté exceptionnellement bien au ralentissement de l'activité. Lors de la récession de 1990-1991, ils ont été de 0,2 % par trimestre en moyenne dans l'année qui suit le pic d'activité et de – 0,1 % par trimestre lors de la récession de 1981. Dans le cas présent, depuis le pic du premier trimestre 2001, ils atteignent 0,5 % par trimestre. L'ajustement du volume de travail a été plus important que la baisse même de la production. La baisse de la durée du travail, enclenchée depuis début 2000, a été renforcée à partir du deuxième trimestre 2001 par la baisse de l'emploi. Les gains très élevés du quatrième trimestre 2001 (1,3 %) sont dus à une production en hausse et à un volume de travail encore en forte baisse.

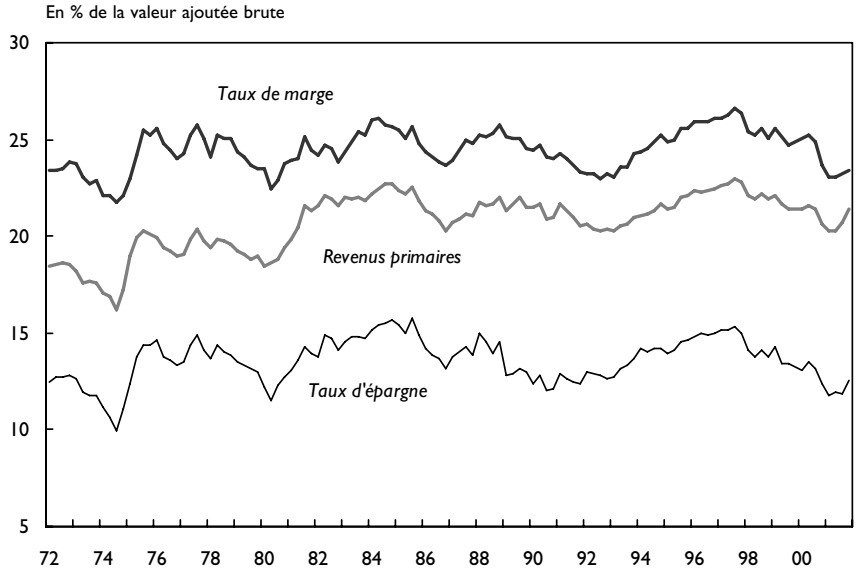
Stabilisation des coûts financiers et de la fiscalité

Contrairement aux évolutions européennes, la dégradation de la situation financière des sociétés non financières américaines (mesurée par le taux d'épargne) est essentiellement due à celle du taux de marge (graphique 18). À partir de 2000, la hausse de la part des dividendes dans la valeur ajoutée compense la baisse de la part des impôts, alors que la part des intérêts nets est quasi stable. Le taux d'épargne des entreprises reste à des niveaux en ligne avec ceux d'une récession.

Plus important pour le financement de l'investissement est l'accès aux marchés de capitaux et au crédit. Le recours intense au financement externe a en effet permis la progression du taux d'investissement jusqu'à la mi-2000, malgré la baisse du taux de marge depuis 1997. À partir du moment où l'offre de crédits s'est brutalement retournée à la mi-2000, le taux d'investissement a commencé à baisser. Ce rationnement du crédit pourrait s'estomper en même temps que les perspectives de profits s'amélioreraient, redonnant confiance aux banques. La ré-apparition de cette source de financement soutiendrait la reprise de l'investissement à partir de la mi-2002. C'est en partie pour cette raison que la politique monétaire ne doit pas être resserrée trop tôt, afin de ne pas alourdir trop rapidement le poids de la dette des entreprises.

La baisse de la profitabilité n'est pas aussi franche que la dégradation du taux de marge grâce à l'évolution des taux longs réels, sauf à partir du début 2001 où leur hausse se rajoute à la baisse de la rentabilité.

18. Différents ratios des sociétés non financières américaines



Source : Bureau of Economic Analysis.

7. L'ajustement des stocks

Les variations de stocks sont très sensibles aux mouvements conjoncturels. Les comportements des entrepreneurs vis-à-vis des stocks peuvent même être, dans certaines phases, à l'origine des retournements.

La plupart des grands pays industrialisés (États-Unis, Allemagne, France, Royaume-Uni et Italie) ont atteint leur point haut de croissance, calculé en glissement annuel, au deuxième trimestre 2000 (au premier trimestre 2000 pour l'Italie). Depuis, les économies de ces pays ont ralenti, même si elles ont connu une croissance soutenue jusqu'à la fin de l'année 2000.

Cependant, cette synchronisation du ralentissement ne reflète pas les mêmes mouvements de stocks.

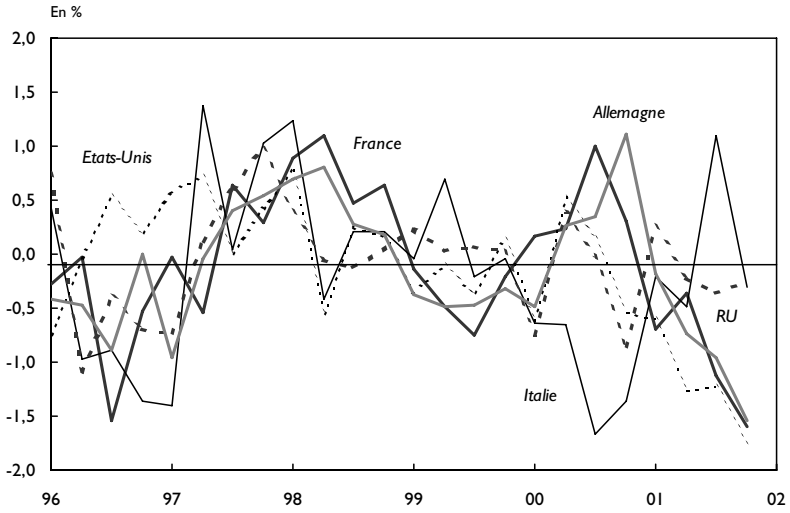
Les États-Unis ont ajusté immédiatement leur stock au ralentissement de la croissance, accentuant le phénomène du ralentissement. Depuis le troisième trimestre 2000, la contribution des stocks à la croissance est négative (graphique 1). Au total, les variations de stocks ont amputé la croissance américaine de plus de 2 points en un an et demi.

La France et l'Allemagne ont eu des évolutions de leurs variations de stocks très proches. L'ajustement des stocks au ralentissement dans ces deux pays a été plus tardif qu'aux États-Unis. En effet, les variations de stocks en France et en Allemagne ont continué à contribuer positivement à la croissance au deuxième semestre 2000. Depuis début 2001, les entreprises allemandes et françaises ont répondu, en partie, à la demande grâce aux stocks accumulés

pendant la période de forte croissance. Ce déstockage massif a amplifié le ralentissement de ces deux économies, la croissance en glissement annuel fin 2001 étant amputée de 1,6 point en France et de 1,5 point en Allemagne.

Malgré un cycle de croissance commun aux autres pays industrialisés, les italiens se distinguent par leur comportement en matière de stocks. En effet, depuis début 1999, la contribution des variations de stocks à la croissance italienne est symétriquement opposée aux autres pays, en particulier à la France et l'Allemagne. Alors que tous les indicateurs conjoncturels étaient au beau fixe en 2000, les entreprises italiennes ont ralenti dans un premier temps leur mouvement de stockage (premier semestre 2000), puis ont déstocké massivement (second semestre 2000). Au total, les variations de stocks ont contribué négativement, pour 1,1 point, à la croissance italienne en moyenne en 2000. À l'inverse, depuis début 2001, alors même que les perspectives de débouchés étaient incertaines, les entrepreneurs italiens ont repris un léger mouvement de restockage, qui a contribué positivement à la croissance pour les trois premiers trimestre 2001 (+ 0,3 point de contribution du premier trimestre au troisième trimestre 2001). Le dernier trimestre 2001 a été en revanche marqué par un fort déstockage (– 0,7 point de contribution à la croissance), mouvement commun à la plupart des pays industrialisés.

1. Contribution des variations de stocks à la croissance



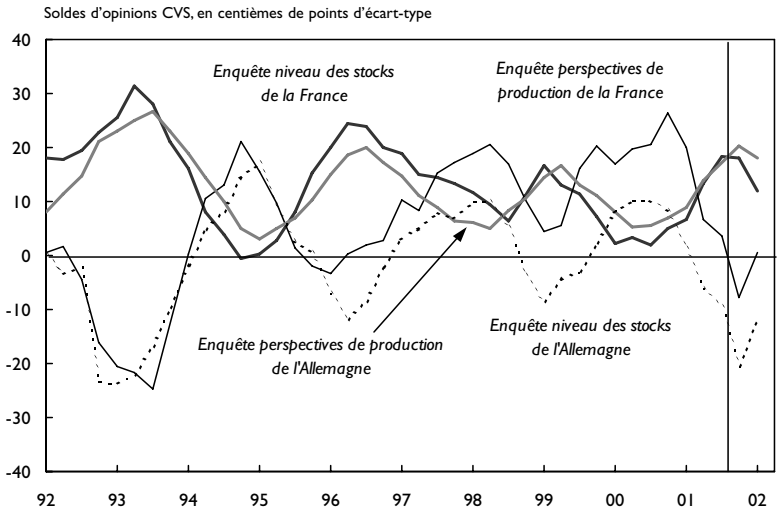
Sources : Comptabilités nationales.

Après cette période de fort déstockage aux États-Unis, en France et en Allemagne, le ralentissement du déstockage dès le premier trimestre 2002 devrait engendrer une reprise technique pour ces trois pays. Les indicateurs conjoncturels dans l'industrie abondent dans ce sens. En France et en Allemagne, le profil assez proche des variations de stocks se retrouve également dans les enquêtes dans l'industrie (graphique 2). En effet, les entrepreneurs français et allemands considèrent que leurs niveaux de stocks sont moins élevés au premier trimestre 2002 qu'au quatrième trimestre 2001. De plus, après avoir atteint un

point bas en novembre 2001, les perspectives de production dans ces deux pays remontent nettement.

La reprise technique devrait se traduire par une contribution des variations de stocks à la croissance de 0,4 point au premier trimestre et de 0,2 point au deuxième trimestre 2002 en France, et de 0,2 point et 0,3 point sur les mêmes périodes pour l'Allemagne. À partir du troisième trimestre 2002 jusqu'à la fin 2003, les contributions des variations de stocks seraient nulles dans ces deux pays.

2. Enquêtes dans l'industrie en France et en Allemagne



Source : Commission européenne.

Aux États-Unis, la reprise technique est plus marquée. Le ralentissement du déstockage, puis le mouvement de restockage devraient en être plus nets qu'en France et en Allemagne. La contribution des variations de stocks à la croissance serait de 0,9 point au premier trimestre, 0,4 point au deuxième trimestre et de 0,2 point au troisième trimestre 2002.

En Italie, contrairement aux autres pays, il ne devrait pas y avoir une véritable reprise technique mais plutôt un arrêt progressif du déstockage tout au long de l'année 2002, contribuant respectivement à 0,2 point de croissance aux premier et deuxième trimestres 2002, puis à 0,1 point aux troisième et quatrième trimestres 2002.

Achevé de rédiger le 29 mars 2002