

## LE MONDE RETIENT SON SOUFFLE

*Perspectives 2002-2003 pour l'économie mondiale\**

Département analyse et prévision

À la mi-2002, la reprise de l'activité qui se dessinait au printemps, entraînée par un arrêt du déstockage, un gonflement des carnets de commandes et une embellie du commerce mondial, reste d'actualité. Les économies développées ont donc surmonté le choc du 11 septembre et renoué avec des taux de croissance positifs. La récession mondiale n'aura pas lieu. Deux changements notables sont néanmoins intervenus : l'appréciation récente de l'euro et la poursuite de la baisse de la Bourse, qui ressemble de plus en plus à un *krach*. À court terme, l'appréciation de l'euro aurait un impact positif sur la croissance européenne (en y limitant les tensions inflationnistes), mais contrecarré par la baisse des marchés boursiers. Cette baisse est révélatrice de la fragilité de la situation financière des entreprises aussi bien américaines qu'européennes, et annonciatrice de difficultés de financement de l'investissement. Mais, au regard des indicateurs conjoncturels, la reprise ne serait que différée. Elle serait même très vigoureuse dans la zone euro d'après l'indicateur avancé de l'OFCE. Le retournement des variations de stocks et de l'investissement serait décalé d'un trimestre, en l'attente d'une consommation des ménages plus dynamique, retardant aussi, par là même, le resserrement des politiques monétaires.

### La demande intérieure américaine a tiré les exportations européennes

La croissance américaine a été particulièrement vigoureuse au premier trimestre, faisant de la récession en cours une des plus courtes de l'histoire des États-Unis. Ce dynamisme repose surtout sur le ralentissement du déstockage, mais aussi sur la vigueur de la consommation des ménages et des dépenses publiques. L'enclenchement de la reprise américaine s'est accompagné d'une forte progression des importations, qui a

elle-même contribué au redémarrage du commerce mondial. Les États-Unis n'ont été accompagnés dans ce mouvement que par l'Asie du Sud-Est, hors le Japon. Face à la performance américaine, la croissance de la zone euro fait pâle figure (tableau). La demande intérieure a mal résisté à l'accélération des prix, tandis que ce sont les exportations, et non les stocks, qui sont à l'origine du mouvement de reprise. Le retournement des exportations européennes s'explique en grande partie par l'augmentation des importations américaines.

TABLEAU : CROISSANCE DU PIB AUX ÉTATS-UNIS, DANS LA ZONE EURO ET EN FRANCE

Variation par rapport à la période précédente, en %

	2001				2000	2001
	T1	T2	T3	T4		
PIB États-Unis	0,3	0,1	- 0,3	0,4	4,1	1,2
PIB zone euro	0,5	0,0	0,1	- 0,3	3,5	1,5
PIB France	0,3	- 0,1	0,5	- 0,4	4,1	1,8
	2002				2000	2002
	T1	T2	T3	T4		
PIB États-Unis	1,4	0,4	0,5	0,6	4,1	2,3
PIB zone euro	0,2	0,6	0,5	0,6	3,5	0,9
PIB France	0,4	0,9	0,7	0,7	4,1	1,5
	2003				2000	2003
	T1	T2	T3	T4		
PIB États-Unis	0,6	0,6	0,7	0,8	4,1	2,4
PIB zone euro	0,6	0,7	0,7	0,7	3,5	2,5
PIB France	0,7	0,7	0,8	0,7	4,1	2,9

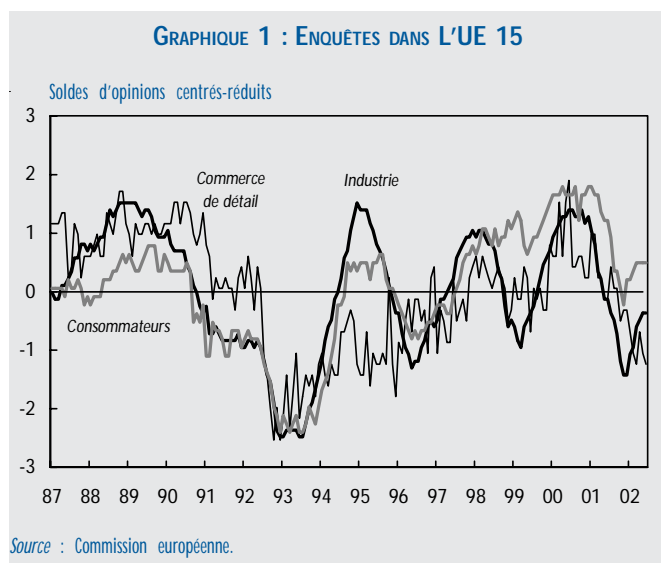
Sources : Bureau of Economic Analysis, INSEE, Eurostat, prévisions OFCE.

Les exportations américaines ont également renoué avec des taux de croissance positifs, mais elles ont moins progressé que les importations, contribuant au creusement des déficits commercial et courant. La sensibilité du déficit américain à tout différentiel de conjoncture et la plus grande fermeté de la demande intérieure américaine par rapport à la demande intérieure européenne jouent ici pleinement. Les données pour le mois d'avril 2002 confirment cette aggravation, alors que le solde commercial de la zone euro continue de s'améliorer.

\* Cette lettre est une actualisation de la prévision réalisée par le Département analyse et prévision de l'OFCE en avril 2002 : elle est centrée sur l'Europe et les États-Unis et intègre les informations disponibles au 26 juin 2002. Elle a été rédigée par Hélène Baudchon, Valérie Chauvin, Thierry Latreille et Xavier Timbeau.

## La reconstitution des stocks et la reprise industrielle sont amorcées

La reprise par les stocks a bien eu lieu outre-Atlantique, mais elle reste inachevée dans la zone euro. Le fort ralentissement du déstockage des entreprises américaines au premier trimestre 2002 a contribué pour 1 point à la croissance de 1,4 %. Un arrêt du déstockage au second trimestre permettrait de soutenir la croissance à hauteur de 0,3 point. En revanche, la contribution des stocks dans l'ensemble de la zone euro a encore été négative au premier trimestre 2002, après avoir amputé la croissance de 0,5 point en 2001. Ce constat général masque des divergences de situation entre les trois grands pays de la zone.



Les entreprises allemandes ont déstocké très fortement (contribution de -1,2 point). En France, la reprise par les stocks a bien eu lieu, mais dans une ampleur moindre qu'aux États-Unis, la contribution se montant à +0,1 point. Aussi bien en France qu'en Allemagne (et d'ailleurs aussi dans les autres pays européens), les stocks sont désormais jugés plus légers, ce qui permet d'anticiper une contribution plus forte au deuxième trimestre. La désynchronisation du cycle des stocks italiens se confirme : en 2001, le déstockage avait été moins important que dans les autres pays de la zone euro<sup>1</sup> ; au premier trimestre 2002, les variations de stocks ont contribué à hauteur de +1,2 point à la croissance. Certes, les industriels y jugent leurs stocks de plus en plus faibles au cours du premier semestre 2002, mais les variations de stocks ne soutiendraient pas la croissance dans les prochains trimestres autant que dans les autres pays européens.

La reconstitution des stocks a fait de l'industrie le moteur de la reprise qui se dessine en Europe. En 2001, la production industrielle s'était contractée de 0,2 % en moyenne annuelle. D'une part, la production de biens intermédiaires avait baissé de 2 % du fait du déstockage massif. D'autre part, la production de biens d'équipement n'avait progressé que de 0,7 % après 8 % en 2000, suite au report des projets d'investissement. Au premier trimestre 2002, la production de biens d'équipements s'est contractée, mais la production de biens intermédiaires est repartie à la hausse, participant à l'amélioration du climat

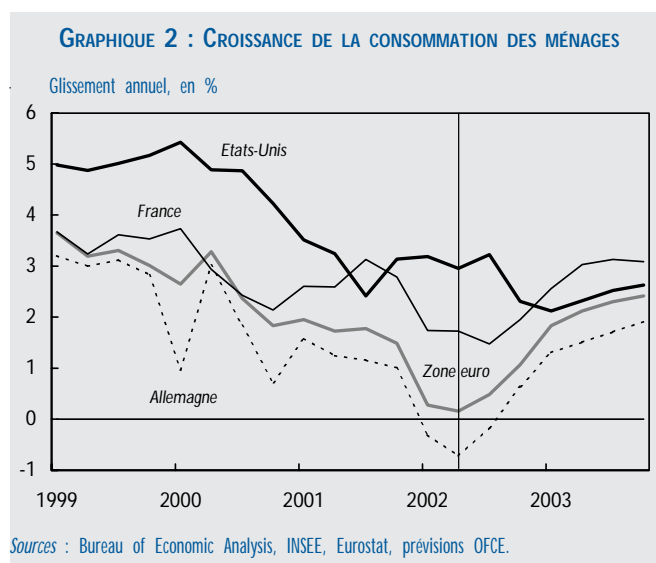
1. « Reprise en porte-à-faux », *Revue de l'OFCE*, n° 81, avril 2002.

conjoncturel. L'indicateur de la Banque nationale de Belgique, qui avait atteint un point bas en octobre 2001, s'est envolé sur le premier semestre 2002, augurant une activité soutenue dans l'industrie européenne au second semestre. La baisse de cet indicateur pour le mois de juin ne remet pas vraiment en cause sa tendance haussière. La confiance a aussi gagné les entrepreneurs du secteur des services et les ménages. Le point noir reste l'enquête auprès du commerce de détail (graphique 1).

## La consommation attend la modération des prix

Au premier trimestre 2002, la consommation des ménages américains, dopée par les baisses d'impôts et la faiblesse de l'inflation (1,2 % en glissement annuel en mai), a été particulièrement dynamique. À l'opposé, la faiblesse de la consommation dans la zone euro peut être attribuée à une certaine prudence des ménages au moment du passage à l'euro fiduciaire en janvier 2002 et aux incertitudes conjoncturelles, justifiant une hausse du taux d'épargne comme en Allemagne. Le pic d'inflation du début 2002 a aussi ponctionné le pouvoir d'achat des ménages. Les pays dont la consommation a crû le plus lentement sont l'Allemagne, l'Italie et le Portugal. En France, bien que le taux d'épargne reste à un niveau élevé, la consommation a été plus soutenue grâce aux créations d'emplois et au versement supplémentaire de la Prime pour l'emploi.

Autant donc les situations étaient opposées au premier trimestre, autant le manque de dynamisme de la consommation au deuxième trimestre serait commun à la zone euro et aux États-Unis (graphique 2). Aux États-Unis, le tassement de la consommation viendrait de l'infléchissement de la croissance du revenu disponible réel, sous le coup de la disparition du soutien des baisses d'impôts, d'une amélioration limitée du marché du travail et d'une certaine accélération de l'inflation, alors que le taux d'épargne poursuivrait sa hausse. Du côté de l'Europe, les évolutions de prix conditionneraient le dynamisme futur de la consommation.



Trois facteurs permettraient un ralentissement de l'inflation. Premièrement, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) s'est stabilisée à 2,5 % dans la zone euro de février à mai 2002. À cela s'ajoute l'effet de l'appréciation de l'euro face au dollar, porteuse de désinflation importée.

Deuxièmement, les prix alimentaires poursuivraient leur décélération amorcée en mai. Troisièmement, le cours du pétrole brut a cessé d'augmenter au cours du mois de juin. Ce mouvement pourrait se poursuivre, à supposer que les tensions internationales ne s'accroissent pas. Sous ces hypothèses, l'inflation, qui est déjà passée de 2,7 % en janvier à 2 % en mai, continuerait à refluer dans la zone euro.

Cinq pays ne bénéficieraient pas d'un tel ralentissement car ils sont soumis à des pressions inflationnistes persistantes. Les Pays-Bas et l'Irlande ont été rejoints par l'Espagne, le Portugal et la Grèce. Dans ces pays, l'inflation sous-jacente a fortement accéléré au cours du printemps 2002, poussée par une inflation salariale. En effet, le niveau très bas du taux de chômage aux Pays-Bas, en Irlande et au Portugal, (respectivement 1,9 %, 3,5 % et 3,4 % en avril pour les actifs de plus de 25 ans), la baisse rapide observée en Espagne (5 points environ entre 1998 et 2002, soit la plus forte des pays européens) et la surchauffe induite par la préparation des Jeux Olympiques de 2004 en Grèce, ont entraîné une forte accélération des salaires.

#### Qu'attendre de l'appréciation de l'euro ?

Entre son point bas de février 2002 (où il s'échangeait pour 0,87 dollar) et juin, l'euro s'est apprécié de 9 %. Durant les tous derniers jours du mois de juin, l'euro a même frôlé la parité avec le dollar.

Lorsque le dollar se déprécie, la valeur en euros des importations de la zone euro facturées en dollars diminue. Symétriquement, si les exportateurs conservent des tarifs identiques en euro, la valeur des exportations n'est pas modifiée. Cette amélioration mécanique de la balance commerciale est contrecarrée par le fait que, face à une baisse du dollar, les exportateurs cherchant à conserver leur compétitivité, diminuent leurs prix en euros et donc leur marge à l'exportation. Les concurrents étrangers peuvent eux choisir d'augmenter leur marge : le prix des importations diminuent moins que ne le permet la baisse du dollar. L'impact de l'appréciation de l'euro est donc initialement une amélioration de la balance commerciale en valeur suite à l'amélioration des termes de l'échange, puis, à l'horizon de deux trimestres, une dégradation de la balance commerciale en volume et en valeur à cause de la perte de compétitivité sur les marchés intérieur et extérieur (courbe en J pour une dépréciation de la monnaie). Un autre effet de la dépréciation du dollar est la réduction de l'inflation de la zone euro (grâce à la diminution des prix des produits importés). Cette réduction appelle un comportement moins restrictif de la BCE. Ces effets, positifs, peuvent contrecarrer les effets négatifs de la perte de compétitivité. Une dépréciation permanente du dollar de 10 %, en tenant compte des réactions des Banques centrales, réduirait le PIB européen de 0,5 à 0,8 point, et l'inflation de 0,5 point. Enfin, l'appréciation de l'euro pourrait être perçue comme durable, et s'accompagner d'un afflux de capitaux vers la zone euro, favorable à la croissance et à l'investissement.

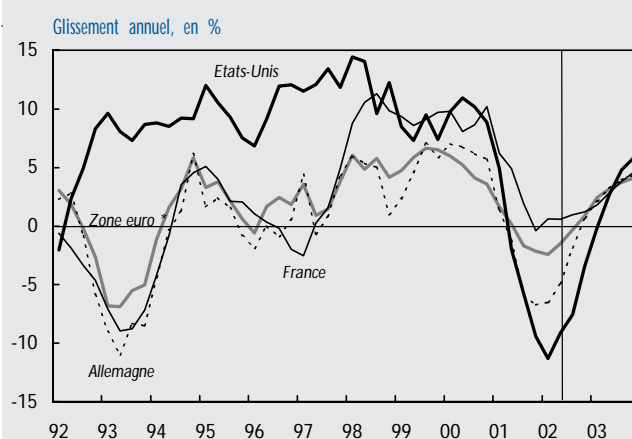
Dans les autres pays, le pouvoir d'achat des ménages a été d'autant plus amputé par le pic d'inflation du premier trimestre 2002 que les salaires individuels nominaux sont restés sous contrôle. Le taux de salaire réel dans l'industrie a ainsi baissé de 0,4 % en Allemagne, stagné en Italie et progressé de 1,4 % en France (sur un an au quatrième trimestre 2001). L'ajustement de l'emploi s'est fait jusqu'à présent dans des proportions usuelles à cette phase du cycle. Les enquêtes sur les perspectives d'emploi montrent dans tous les pays un ralentissement de la dégradation dans l'industrie et une amélioration dans les services. Les conditions pour une reprise rapide de la consommation en Europe ne sont donc pas encore

remplies. La reprise serait plus franche à partir de la deuxième moitié de l'année, sachant que, à l'horizon 2003, sa croissance ne se stabiliserait à haut niveau qu'avec la reprise de l'investissement.

## L'investissement, clé de la reprise

La vigueur de la reprise de l'investissement reste incertaine compte tenu du bas niveau des taux d'utilisation des capacités de production, en Europe et surtout aux États-Unis. Une autre incertitude s'est ajoutée : la faiblesse de la demande anticipée. En l'absence de progression des débouchés, intérieurs ou extérieurs, les entreprises peuvent difficilement envisager d'investir. Au premier trimestre 2002, l'investissement a moins progressé, voire baissé plus que prévu. Seule la France affiche une croissance plus forte que prévue, confirmant ainsi une dynamique économique particulière au sein de la zone euro (graphique 3).

GRAPHIQUE 3 : CROISSANCE DE L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF PRIVÉ



\* Investissement total.

Sources : Bureau of Economic Analysis, INSEE, Eurostat, prévisions OFCE.

Aux États-Unis, la faiblesse de la demande anticipée d'ici la fin 2002, combinée à des conditions de financement encore mauvaises (malgré des taux d'intérêt nominaux bas) amène à décaler d'un trimestre la reprise de l'investissement. Les conditions d'accès au crédit et au marché des capitaux sont toujours difficiles. Cependant, le taux de marge et la rentabilité des entreprises sont en léger redressement depuis la fin 2001. La reprise ne serait vraiment vigoureuse qu'à partir de la deuxième moitié de 2003, sans pour autant renouer avec le rythme faste de la fin des années 1990.

En Europe, les déterminants de l'investissement sont moins dégradés, la situation financière des entreprises dans la plupart des pays de la zone étant encore bonne. Le tassement depuis le début 2001 des prêts aux sociétés non financières est moins marqué qu'aux États-Unis, et les entreprises sont moins dépendantes de l'évolution des marchés pour financer leur investissement. Mais les enquêtes ne sont pas favorables, du fait de la faiblesse de la demande. Les perspectives d'investissement ont été révisées à la baisse pour 2002 lors de l'enquête d'avril. La reprise de l'investissement serait donc décalée d'un trimestre, comme aux États-Unis, mais ensuite assez vigoureuse. À partir du début 2003, des contraintes de capacités apparaîtraient, les entreprises européennes étant tenues d'investir du fait de leur comportement passé d'investissements prudents et du rebond de l'activité.

### Bourses : l'ajustement continue

En repli depuis la mi-2000, les marchés boursiers continuent de faire preuve d'une grande volatilité au gré des bonnes nouvelles de conjoncture, des mauvaises nouvelles de scandale financier ou de pertes des entreprises, et des tensions géopolitiques. Le S&P500 a ainsi perdu 12 % entre mars et juin 2002, le CAC 40 14 %, le DAX 17 %. Les facteurs explicatifs de cette situation divergent quelque peu d'un côté et de l'autre de l'Atlantique. Aux États-Unis, les marchés corrigent un certain excès d'optimisme, visible en début d'année, quant aux anticipations de reprise. De plus, les suspicions sur la fiabilité des comptes dans le contexte post-Enron ne diminuent pas d'intensité, malgré les initiatives des régulateurs et des professions financières. Concrètement, ces incertitudes se traduisent par des baisses importantes des indices boursiers, qui retrouvent fin juin 2002 le point bas de septembre 2001. Le risque serait que l'amélioration des profits ne suffise pas à faire remonter le cours des actions. En Europe, l'éclatement de la bulle sur les valeurs de TIC a aussi laissé des traces, particulièrement dans le secteur des télécoms. Les résultats financiers de nombreuses entreprises sont dégradés par les opérations de *goodwill* : par souci de transparence comptable, la valeur d'acquisition des actifs est révisée, impliquant l'intégration de pertes financières dans le bilan. Ces actifs ont souvent été acquis par échange d'actions (des actions surévaluées étant achetées avec des actions tout aussi surévaluées), ce qui n'a pas été accordé à France Télécom. En revanche, certaines entreprises qui ont utilisé leurs actions comme moyen de paiement ont garanti une valeur minimale de leur cours aux actionnaires de l'entreprise cible. L'impact du dégonflement de la bulle technologique joue, dans ce cas, à la fois sur le bilan et sur la trésorerie. Ces phénomènes pèsent sur les cours européens et expliqueraient que les places européennes soient moins performantes qu'outre-Atlantique.

### Politiques monétaires : quand resserrer ?

La dépréciation du dollar depuis mars soulève pour la Réserve fédérale un choix délicat entre la résolution des deux déséquilibres majeurs de l'économie américaine (endettement intérieur et déficit courant). D'un côté, la dépréciation est porteuse d'inflation importée. La Réserve fédérale pourrait souhaiter y mettre un terme pour cette raison, et aussi pour provoquer une purge du surendettement (nécessaire mais non sans conséquence sur la croissance, surtout si elle est brutale). D'un autre côté, la dépréciation du dollar, si elle reste contrôlée, en dynamisant les exportations et en freinant les importations, est une solution à l'apurement du déficit courant et une source bienvenue de croissance. Le premier choix implique une remontée surprise et précoce des taux d'intérêt, le second un attentisme prudent. En l'absence de pressions inflationnistes, la Réserve fédérale attendrait août, voire septembre 2002, pour commencer à relever ses taux directeurs.

Les inquiétudes de la Banque centrale européenne portent essentiellement sur le niveau élevé de l'inflation sous-jacente, laissant envisager un resserrement plus précoce que prévu. Pourtant, la croissance européenne est encore fragile, et surtout les pressions inflationnistes devraient s'atténuer, en partie grâce à l'appréciation de l'euro. Le resserrement de la politique monétaire européenne pourrait donc n'être engagé qu'à partir de l'automne. Cet attentisme servirait aussi les politiques budgétaires nationales, en signalant une attitude plutôt coopérative de la part de la BCE.

### Retour de l'austérité budgétaire en Europe ?

Le creux conjoncturel rencontré par l'Europe a remis en cause les hypothèses sur lesquelles étaient fondés les plans pluriannuels de retour à l'équilibre des finances publiques en 2004. Cependant, les Ministres des finances des quinze pays de l'UE ont réaffirmé cet objectif à Séville, le 22 juin 2002. Seule la référence à des budgets « à l'équilibre » a été assouplie en « proches de l'équilibre ». Pedro Solbes, Commissaire européen aux affaires économiques a convenu qu'un déficit inférieur à 0,5 point de PIB pouvait être considéré proche de l'équilibre.

Quatre pays, dont la France, risquent de ne pas parvenir à l'équilibre. Le Portugal et l'Allemagne ont déjà reçu un avertissement informel pour aggravation de leur déficit en 2001. L'Italie a révisé le déficit de 2001 à la hausse (de 1,4 à 1,6 point de PIB). Le nouveau gouvernement portugais a approuvé des coupes budgétaires et une augmentation de la TVA qui permettraient de ramener le déficit à 3 points de PIB en 2002 et de le réduire ensuite. La Commission devrait toutefois entamer une procédure pour « déficits publics excessifs » qui peut déboucher sur des amendes importantes. Le gouvernement allemand ne remet pas en cause l'équilibre à moyen terme, sans toutefois prendre de nouvelles mesures. Les remboursements non escomptés de l'UE ainsi que de la Russie apporteraient des ressources inattendues. De plus, le pacte de stabilité régional — décidé antérieurement — et une forte augmentation des recettes fiscales — les allègements rétroactifs de la réforme fiscale 2001 ne jouant plus en 2002 — contribueraient à réduire le déficit.

La France n'échapperait pas à une procédure d'alerte et d'avertissement après les révisions de prévisions de solde budgétaire pour 2002. Les moindres recettes budgétaires, le dérapage des dépenses malades expliquent la nouvelle estimation du déficit public entre 2,3 et 2,6 points de PIB en 2002 issue de l'audit des finances publiques. Les promesses électorales de la nouvelle majorité et la résorption de ce déficit d'ici 2004 seront difficilement compatibles. Le gouvernement français s'est engagé à Séville à « s'assurer que toute future baisse d'impôt n'aura pas d'impact sur les déficits ». Dans une déclaration annexée au procès-verbal de la réunion des ministres des finances européens, la France a conditionné son retour à l'équilibre budgétaire à une croissance d'au moins 3 % sur 2003-2004. L'Allemagne avait fait de même en février, avec une croissance de 2,5 %. Par ailleurs, les excédents budgétaires engrangés par les autres pays de la zone euro devraient fondre à cause de l'atonie des recettes fiscales. Ainsi, les Pays-Bas, l'Espagne la Belgique et l'Irlande retrouveraient dès 2002 un solde budgétaire légèrement négatif.

Aucune décision n'a été prise à Séville dans le sens d'une prise en compte des variations conjoncturelles dans l'examen des déficits ou d'une exclusion des dépenses d'investissement public du calcul du déficit. Le souci de préserver la crédibilité du Pacte de stabilité a prévalu sur le débat autour de sa rénovation. Cependant, l'assouplissement du Pacte de stabilité libérerait des marges de manœuvre budgétaire dans une Europe qui, autrement, menerait des politiques budgétaires restrictives en période de reprise incertaine de l'activité ■