

ÉTATS-UNIS : D'UN CHOC À L'AUTRE

Un bilan de l'évolution récente de l'économie et de la politique économique

Hélène BAUDCHON

Département analyse et prévision

Pourtant frappée par un nombre conséquent de chocs, l'économie américaine résiste remarquablement si l'on en croit les chiffres de croissance du PIB. L'éclatement, en mars 2000, de la bulle Internet a certes entraîné l'économie en récession en mars 2001¹, mais celle-ci est restée peu marquée. Les attentats terroristes du 11 septembre 2001 ont frappé l'économie alors qu'elle était encore vacillante, et pourtant, *ex post*, l'impact économique est marginal. La guerre en Irak est aussi intervenue dans une période critique, la reprise amorcée au tournant 2001-2002 tardant à se consolider. Les premiers éléments indiquent que, là encore, l'impact économique est limité. En revanche, les difficultés structurelles auxquelles l'économie américaine est confrontée sont fortes. Les hésitations de la reprise s'expliquent pour partie par la nature de la récession, à savoir une crise de surinvestissement et non une surchauffe inflationniste. La « nouvelle économie » de la deuxième moitié des années 1990 est mise à l'épreuve. Et si elle n'est pas morte (la résistance des gains de productivité le prouve), le modèle américain est quand même sérieusement ébranlé. Les scandales comptables sont une des manifestations les plus visibles des excès commis durant cette période. Mais surtout, l'apurement des bilans et des excès de capacités de production et le dégonflement de la bulle sont un processus long et contraignent la consolidation de la reprise.

Bien que cette question de la vigueur de la reprise ne soit pas nouvelle (elle se posait déjà à la mi-2002), elle prend à la mi-2003 une autre dimension au fur et à mesure que l'on prend la mesure de la lenteur du processus d'ajustement, et ce malgré la réactivité de la politique économique. À cette question s'est greffée celle du risque de déflation. Deux autres éléments ont pris une importance particulière durant l'année écoulée. L'expansionnisme budgétaire de l'administration Bush est de plus en plus contesté, rendant plus délicate la

1. Dont les États-Unis ne sont toujours pas officiellement sortis tant que le NBER n'a pas communiqué la date du creux d'activité.

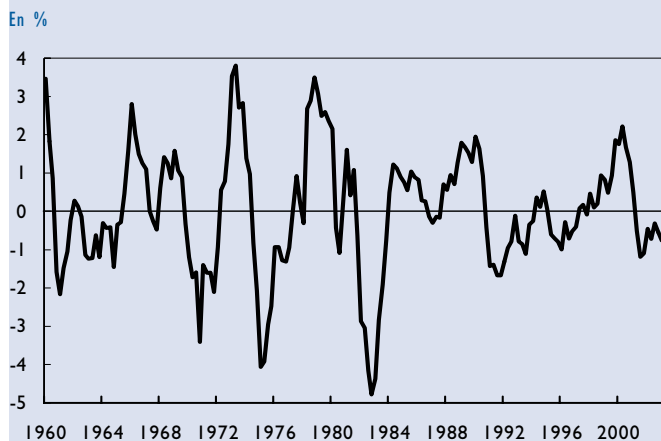
coordination de la politique budgétaire avec la politique monétaire. La dépréciation du dollar, engagée depuis le début 2002 et significative vis-à-vis de l'euro, commence à inquiéter (la nécessité d'interventions coordonnées a même été évoquée). Elle a surtout réouvert le débat sur la soutenabilité du déficit courant américain.

Une reprise hésitante

Le rebond de croissance en 2002 (+ 2,4 %) par rapport à 2001 (+ 0,3 %) ne s'appuie pas sur une dynamique solide de reprise (graphique 1). Si l'on fixe le creux d'activité au quatrième trimestre 2001, le rythme de croissance dans l'année qui a suivi (en moyenne 0,7 % par trimestre) est inférieur au rythme moyen caractéristique d'une phase habituelle de reprise (1 % par trimestre). Certes, il est plus rapide que lors de la reprise de 1991, mais cela est dû à une impulsion budgétaire plus importante et à des *stimuli* d'origine privée (offres promotionnelles diverses, en particulier des constructeurs automobiles). Ces impulsions expliquent aussi la différence de performance avec la zone euro (+ 0,8 % en 2002).

La consommation des ménages (+ 3,1 %) a été un moteur essentiel de la croissance, mais somme toute habituel. Plus exceptionnelle est la contribution positive de l'investissement résidentiel (avec une progression de 3,9 %). Le dynamisme de ces deux composantes du PIB s'appuie sur une base commune : croissance du revenu disponible nominal, faiblesse de l'inflation, bas niveau des taux d'intérêt, valorisation du patrimoine immobilier (+1 000 milliards de dollars entre la fin 2001 et la fin 2002, qui amortissent à point nommé les moins-values boursières de presque 2 000 milliards de dollars). Mais le prix de ce dynamisme est un taux d'épargne des ménages encore bas et une solvabilité très fragile : le ratio dette/actifs financiers est à un niveau historiquement élevé.

GRAPHIQUE I : LE CYCLE D'ACTIVITÉ AUX ÉTATS-UNIS*



*Mesuré par un filtre Hodrick-Prescott.

Sources : BEA, calculs de l'auteur.

Ce dynamisme s'oppose à la prudence des entreprises et à leurs efforts de désendettement et de contrôle des coûts. Le taux d'investissement (en valeur) est en 2002 de deux points inférieur à son pic de 2000. Pour autant, la contribution à la croissance de l'investissement productif est devenue de moins en moins négative depuis la fin 2001, pour être positive fin 2002 (pour la première fois depuis deux ans). Cette progression est portée par l'investissement en TIC (+ 3 %, ce qui est notable, après l'ajustement sévère (- 6 %) subi par cette composante en 2001) et aussi, mais de manière plus irrégulière, par les autres types d'investissement. Le contrôle des coûts passe à la fois par une maîtrise des salaires et par des gains de productivité (+ 5 % en 2002), empêchant une détente durable du taux de chômage (qui se situe à 6,4 % en juin 2003), et donc pesant sur la consommation des ménages. Le mécanisme du multiplicateur ne s'est donc pas enclenché, tandis que celui de l'accélérateur était contraint par des taux d'utilisation des capacités de production historiquement bas, des conditions de financement de l'investissement difficiles (rentabilité et profitabilité en baisse, accès limité et onéreux aux marchés des capitaux et du crédit) et des perspectives de croissance sans cesse revues à la baisse.

L'essoufflement du mouvement de restockage tout au long de 2002 et jusqu'au début 2003 reflète cette absence de consolidation des perspectives de croissance. Et si la croissance en 2002 a somme toute été honorable, c'est pour un tiers grâce aux dépenses publiques, majoritairement soutenues par les dépenses militaires générées par la lutte contre le terrorisme et la guerre en Irak.

L'incertitude générée par le risque d'une guerre contre l'Irak s'est traduite, sur le plan macroéconomique, par une chute de la confiance des agents privés sur les premiers mois de l'année 2003 et par un nouvel accès de faiblesse de la Bourse (- 12 % entre la mi-janvier et le 11 mars) et du dollar. La fin du conflit s'est accompagnée d'une remontée de ces indicateurs à leur niveau d'avant la crise (à l'exception du dollar). Restées temporaires, ces évolutions, malgré leur amplitude, n'ont pas eu le temps de se traduire par un ajustement brutal des comportements d'achats. De + 0,4 % au premier trimestre 2003 par rapport au trimestre précédent, la croissance du PIB est plutôt satisfaisante mais toujours fragile.

Une politique monétaire attentive

De 6,5 % début 2001, le taux directeur de la Réserve fédérale a été abaissé jusqu'à 1 % à la mi-2003, la dernière baisse (d'un quart de point) datant du 25 juin 2003. Si la nature accommodante de la politique monétaire ne fait aucun doute, son efficacité en suscite. Une crise de surinvestissement se soigne plus difficilement à coup de baisses de taux d'intérêt, aussi rapides et importantes soient-elles. Et l'aversion généralisée au risque, évidente entre l'été et l'automne 2002 avec les scandales financiers, et début 2003 avec le risque de guerre en Irak, a empêché les canaux de transmission de fonctionner selon les délais et les mécanismes habituels. Pour preuve, les conditions financières ne se détendent que depuis début 2003, baisse des taux d'intérêt réels et dépréciation du dollar étant enfin simultanément accompagnées d'une remontée de la Bourse et d'une baisse de la prime de risque sur les obligations privées. A cette détente s'ajoute une moindre réticence à prêter de la part des banques. Les conditions de financement de l'investissement s'en trouvent améliorées, mais elles ne sont pas encore toutes rétablies, le redressement du taux de marge et de la rentabilité restant hésitant.

La politique monétaire a quand même directement stimulé l'investissement résidentiel (par le biais de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires), au risque d'alimenter une bulle immobilière et, par ricochet, la consommation des ménages (grâce aux sommes libérées par la renégociation des emprunts immobiliers). À cette influence s'ajoute celle de la politique budgétaire, via les baisses d'impôts.

Tirant les leçons de l'expérience japonaise et consciente de la faible marge de manœuvre qui la sépare du niveau zéro des taux directeurs, la Réserve fédérale a adopté depuis novembre 2002 un discours rassurant, expliquant qu'elle n'hésiterait pas à recourir à des outils non conventionnels de politique monétaire pour prévenir toute situation déflationniste (acheter plus d'obligations d'État ; fixer des taux plafond tout au long de la courbe des rendements ; agir directement sur les taux des obligations privées en permettant aux banques d'emprunter à taux zéro et en élargissant le champ des actifs exigibles en collatéral). Et si dans le communiqué issu de la réunion du 6 mai 2003, le risque de déflation a été (à mots couverts) mentionné, il reste, selon les termes mêmes d'Alan Greenspan, mineur. Plus que le risque de déflation, c'est le changement de *focus* qui est remarquable : l'inflation est vaincue, et la nouvelle bataille est celle d'une vigilance accrue face au risque de baisse des prix².

L'inflation semble en effet vaincue au regard, par exemple, de la stabilité et de la faiblesse de la progression des prix à la consommation hors énergie et alimentation (environ 1,5 % en glissement depuis 1998). D'un rythme similaire, la faible inflation du premier trimestre 2003 n'est donc ni exceptionnelle ni alarmante. Par ailleurs, les prix des services affichent une progression assez régulière de 3 % par an environ depuis une dizaine d'années, alimentant l'inflation générale. Et la dépréciation du dollar contribue à importer de l'inflation. Certes, l'écart de production négatif et l'intensité de la

2. Comme le souligne Roger W. Ferguson, vice-président de la Réserve fédérale : « Mais ayant gagné la guerre, nous [...] devons aussi gagner la paix » (allocution devant la Olin School of Business, Washington University, St. Louis, Missouri, 16 mai 2003).

concurrence génèrent de la désinflation qui pourrait dégénérer en déflation, mais tout le discours de la Réserve fédérale vise justement à prévenir cette situation, en jouant sur les anticipations. Entre début mai et la mi-juin, cette stratégie a fonctionné puisque les taux (longs comme courts, publics comme privés) ont nettement baissé, anticipant que les taux directeurs resteraient bas tant que l'inflation serait orientée à la baisse. En revanche, lorsque le 25 juin, elle a joint l'acte à la parole, la tonalité légèrement plus optimiste du communiqué et la « petite » baisse de taux ont été moins bien accueillies.

En tout cas, elle n'est pas seule à se démener pour soutenir et relancer la croissance, bénéficiant, contrairement à l'Europe, du soutien de la politique budgétaire. Cette coordination, bien que non volontaire (la Réserve fédérale désapprouvant l'abandon de la discipline budgétaire mise en place sous l'administration Clinton) mettrait les États-Unis à l'abri de la déflation³.

Une politique budgétaire très active

L'effet conjugué du ralentissement économique (subi) et de la forte impulsion budgétaire (voulue) explique la dégradation du solde public, d'un excédent de 2,3 % du PIB en 2000 à un déficit de 2,4 % du PIB en 2002 (soit 251 milliards de dollars). Depuis l'entrée en récession en mars 2001, pas moins de trois plans de relance ont été votés : l'*Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act* en juin 2001 (EGTRRA, 1 350 milliards de dollars de baisses d'impôts sur 10 ans, visant essentiellement les ménages) ; le *Job Creation and Worker Assistance Act* en mars 2002 (tourné vers les entreprises) ; le *Jobs and Growth Tax Reconciliation Act* fin mai 2003. Contenant initialement environ 700 milliards de réductions d'impôts sur 10 ans, ce plan a fait l'objet d'un intense débat quant à son coût, son équité et son efficacité. Ce débat s'est clos le 24 mai avec le vote par le Congrès d'un plan réduit de moitié, grâce à la nature temporaire des mesures, visant à la fois les ménages (surtout les plus aisés) et les entreprises :

- réduction à 15 % du taux d'imposition maximal sur les dividendes (actuellement de 38,6 %) et les plus-values (actuellement de 20 %).

- accélération du calendrier de baisse des taux marginaux d'impôt sur le revenu prévu par l'EGTRRA. La baisse serait effective dès cette année, avec effet rétroactif au 1^{er} janvier 2003. Les taux marginaux, actuellement à 27, 30 et 35 %, seront abaissés de 2 points et le taux de la tranche supérieure passera de 38,6 à 35 %.

- augmentation de 600 à 1 000 dollars du crédit d'impôt par enfant dès 2003.

- hausse de 25 000 à 100 000 dollars du montant maximal que les PME peuvent déduire de leurs profits au titre de leurs dépenses d'investissement en biens d'équipement.

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

Cette dernière mesure prend acte de la situation difficile dans laquelle sont les États, contraints légalement à avoir des

3. C'est également ce que suggèrent A. Brender et F. Pisani : « Risque de déflation par la dette en Europe et aux États-Unis : quelques observations », *Revue de l'OFCE*, n° 86, juillet 2003.

comptes équilibrés à la fin de chaque cycle budgétaire (un cycle couvrant une ou deux années et étant différent d'un État à l'autre), ce qui les oblige, en période de basse conjoncture, à mener une politique pro-cyclique sévère, visible en particulier au niveau des dépenses. Or, une telle politique budgétaire restrictive au niveau local réduit malencontreusement l'impact de la politique expansionniste menée au niveau fédéral. Elle rend également plus épineuse encore la question de l'équité des réductions d'impôts : non seulement les plus démunis n'en bénéficient guère, mais en plus ils subissent de plein fouet les ajustements sur les prestations sociales et les services publics.

Les réductions d'impôts pour la seule année 2003 sont évaluées à 61 milliards de dollars. S'y ajoutent les 79 milliards de dollars débloqués, au titre de dépenses exceptionnelles, par le Congrès mi-avril pour financer, entre autre, la guerre en Irak. Le déficit public atteindrait ainsi environ 450 milliards de dollars, soit 4,2 % du PIB. Rompant avec la doctrine Clinton (nécessité d'équilibrer les finances publiques pour soutenir la croissance à long terme), la doctrine de G.W. Bush est dans la droite ligne de celle de R. Reagan et des théoriciens de l'offre (les réductions d'impôts soutiennent la croissance par le biais de la stimulation du travail et de l'innovation). Mais s'il est le bienvenu (à supposer qu'il soit efficace), ce soutien actif de l'activité se fait au prix d'un contrôle draconien, intenable et préjudiciable des dépenses discrétionnaires hors défense, et plus fondamentalement au détriment du besoin de réforme du régime de retraite (*Social Security*) et d'assurance-maladie (*Medicare*). Dans ce dernier cas par exemple, l'introduction d'un remboursement des médicaments sur ordonnance se heurte, en plus de difficultés de conceptions, à un coût élevé. Cette question ne se serait pas posée avec la même acuité si les finances publiques n'avaient pas dérapé.

Dollar et soutenabilité du déficit courant : un vrai faux problème

En un an et demi (entre février 2002 et juin 2003), le dollar s'est déprécié de 25 % vis-à-vis de l'euro, mais de seulement 11 % vis-à-vis du yen et de 9 % vis-à-vis de l'ensemble des monnaies de ses partenaires commerciaux importants. Cette évolution ne corrige donc encore que très partiellement la forte appréciation engagée en 1995 (+ 44 % entre avril 1995 et février 2002). Associée à la remise en cause de la « nouvelle économie », la baisse du dollar vis-à-vis de l'euro a d'abord reflété les préoccupations des marchés quant au niveau élevé du déficit courant américain⁴. A cette défiance s'est juxtaposée, entre décembre 2002 et la mi-mars 2003, une « prime de guerre » liée au conflit avec l'Irak. Mais dès lors que celui-ci a pris fin, les déterminants fondamentaux du taux de change ont repris le dessus. Entre début avril et fin mai 2003, le dollar a encore perdu un peu plus de 10 % de sa valeur vis-à-vis de l'euro (mais moins de 2 % vis-à-vis du yen). Si, à 5 % du PIB (point bas historique), le déficit courant a continué de peser dans la balance, le différentiel de taux d'intérêt avec l'Europe a été un facteur plus important. Et

4. Cela n'a pas toujours été le cas : durant la deuxième moitié des années 1990, le dollar s'est apprécié en même temps que le déficit courant se creusait. Cette dégradation était associée positivement à l'émergence de la « nouvelle économie » et le financement du déficit était assuré par l'attractivité exercée par les États-Unis.

dans un environnement mondial morose, le différentiel de croissance, pourtant en faveur des États-Unis, ne pesait pas lourd.

La dépréciation du dollar n'est pourtant pas la conséquence directe d'une situation supposée à tort insoutenable⁵. Ce qui l'a déclenchée, c'est le tassement des rendements effectifs et anticipés des actifs américains, tassement consécutif à l'éclatement de la bulle Internet. Les prêteurs ont pris conscience de l'importance disproportionnée de ces actifs dans leurs portefeuilles. Leur reconstitution s'est traduite par une chute des flux nets entrants d'IDE, des achats nets d'actions et par des entrées nettes de capitaux courts. Le maintien des achats nets de titres obligataires américains (publics comme privés) explique pourquoi le dollar n'a pas brutalement décroché. Les causes de la dépréciation du dollar sont donc avant tout économiques, et non une question de rhétorique, en dépit du débat animé que John Snow, secrétaire d'État au Trésor, a suscité mi-mai 2003. Certes, la doctrine Rubin (« Un dollar fort est dans l'intérêt des États-Unis ») est quelque peu abandonnée au profit d'une définition plus subtile de ce qui fait la force d'une monnaie. Celle-ci ne se juge plus uniquement par sa valeur sur le marché des changes : elle s'évalue par la confiance qu'ont les gens en sa qualité de monnaie fiduciaire, moyen de règlement et réserve de valeur, difficile à contrefaire. Il reste que la dépréciation du dollar, tant qu'elle reste contrôlée, est la bienvenue pour les États-Unis, condition nécessaire (mais non suffisante) à l'ajustement du déficit courant et soutien de la politique monétaire.

La loi Sarbanes-Oxley

La faillite d'Enron en décembre 2001, puis celle de WorldCom en juillet 2002 ont terni la réputation du système américain de *corporate governance*. En théorie, un tel système constitue une garantie de transparence et de bonne gestion, le dirigeant étant mis face à ses responsabilités. La pratique n'est pas aussi idéale, parce que les dimensions du gouvernement d'entreprise sont multiples et complexes (composition de l'assemblée générale, droits de vote, contrôle et validation des comptes, droits des actionnaires et des créditeurs...) et aussi parce que s'y ajoutent des questions d'éthique et de confiance.

La loi Sarbanes-Oxley propose un certain nombre de solutions aux dysfonctionnements identifiés dans la régulation des marchés financiers américains. Elle s'applique à toutes les sociétés cotées aux États-Unis. Un nouvel organisme de surveillance est créé : le *Public Accounting Oversight Board*, chargé de l'établissement des règles et de la surveillance des auditeurs. La SEC (*Securities and Exchange Commission*) est responsable de la mise en application des nouvelles règles, et, au niveau de l'entreprise, ce sont les plus hauts dirigeants de la société (PDG et directeurs financiers). Parmi les nouvelles règles les plus significatives, on trouve : l'interdiction de la plupart des services de conseil que proposaient les firmes d'audit ; l'obligation pour les dirigeants des sociétés de certifier personnellement la validité des comptes qu'ils présentent à la SEC ; l'émission de règles visant à rendre public l'ensemble des transactions hors bilan ainsi que toutes les relations de la société avec des entités non consolidées susceptibles d'avoir à terme un impact financier.

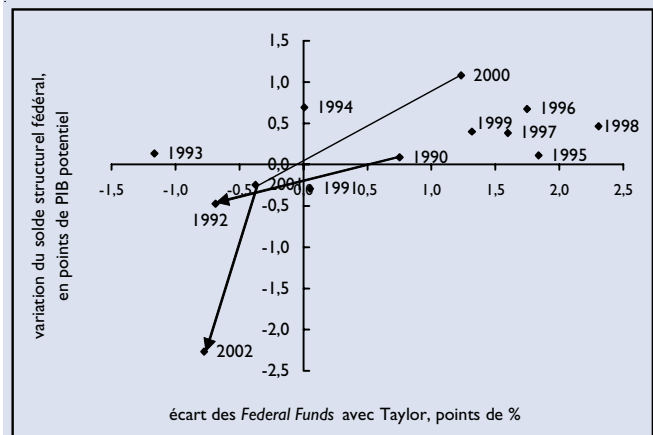
Le modèle américain : quel avenir ?

La baisse de la Bourse, amorcée au printemps 2000, n'est toujours pas achevée. Entre le pic atteint en mars 2000 et le

5. H. Baudchon, 2003, « Dollar, déficit, dette : billard à trois bandes », *Lettre de l'OFCE*, n° 235, mars.

point bas d'octobre 2002, le S&P500 a perdu 41 % et le NASDAQ 74 %. Au long mouvement de dégonflement de la bulle sur les valeurs de TIC se sont ajoutées la dégradation des perspectives de croissance, la mise en cause du modèle américain de *corporate governance* et, durant les trois premiers mois de 2003, la guerre en Irak. La baisse de la Bourse durant cette période, largement commentée à l'époque du fait de l'inquiétude qu'elle véhiculait, n'apparaît plus si critique avec le recul, surtout lorsqu'elle est comparée à l'ampleur de la baisse depuis le pic ou encore à la baisse durant l'été 2002 (- 30 % entre le 17 mai et le 9 octobre 2002). À cette époque, la chute n'avait été que temporairement stoppée par le vote de la loi Sarbanes-Oxley, le 30 juillet 2002 (encadré). Depuis le creux d'octobre 2002, la Bourse n'affiche pas de tendance claire, si ce n'est peut-être une légère orientation à la hausse. Au mieux, le S&P500 retrouve fin juin 2003 le niveau qu'il avait début 2002, niveau qui correspond aussi à celui du début 1998. On pourrait en déduire que la bulle a quasiment été effacée. Pourtant, au regard d'indicateurs tels que le PER, les valeurs américaines resteraient encore sur-évaluées.

GRAPHIQUE 2 : CARACTÉRISATION DU POLICY MIX AMÉRICAIN RÉCENT



La règle de Taylor retenue est la suivante : $i = 2 + \bar{p} + 0,5(\bar{p} - 2) + 0,5gap$ avec i : taux des *Federal Funds* ; \bar{p} : inflation mesurée avec le déflateur du PIB, en glissement sur un an ; $(\bar{p} - 2)$: écart de l'inflation à la cible implicite de la Réserve fédérale ; gap : écart au potentiel. Plus l'écart entre le taux des *Federal Funds* et ce que suggère une règle de Taylor est grand et positif (négatif), plus la politique monétaire peut être jugée restrictive (accommodante). Plus la variation du solde fédéral structurel (en points de PIB potentiel) est grande et positive (négative), plus la politique budgétaire peut être jugée restrictive (expansionniste). Par exemple, les points situés dans le cadran en haut à droite correspondent à un *policy mix* plutôt restrictif. Passer de ce cadran au cadran en bas à droite indique un assouplissement de ce *policy mix*.
Sources : Réserve fédérale, BEA, BLS, calculs de l'auteur.

À la mi-2003, l'horizon économique n'est pas encore clairement dégagé, même si la Bourse semble reprendre des forces. Le renouveau du modèle américain s'est accompagné d'excès, dont l'apurement pèse encore aujourd'hui sur l'économie américaine (mais aussi mondiale). Le *policy mix* a quelques difficultés à relancer la machine, malgré une orientation clairement expansionniste (graphique 2). Par ailleurs, l'engagement volontaire des États-Unis dans la lutte contre le terrorisme et l'accroissement des mesures de sécurité intérieure entraînent une réallocation des ressources dont on peut difficilement évaluer l'impact sur la croissance à long terme. Pour autant, le pire n'est jamais sûr : les États-Unis ont fait preuve par le passé de leur capacité à s'adapter pour surmonter les difficultés ■

LA CRISE IRAKIENNE : UN PREMIER BILAN*

Hélène BAUDCHON, Valérie CHAUVIN, Christine RIFFLART

Département analyse et prévision

Intervenant dans une conjoncture en creux de cycle, les tensions géopolitiques, suscitées par la crise irakienne (encadré 1) ont, jusqu'en avril dernier, nourri le pessimisme ambiant. En prenant le dessus sur le discours économique, les craintes d'un conflit long et coûteux pour les États-Unis et d'une résurgence du terrorisme international, la dégradation des relations diplomatiques entre les pro et les anti-guerre, enfin les risques d'un embrasement non contrôlé au Moyen-Orient ont largement noirci le panorama conjoncturel. Un premier bilan montre que la rapidité de la guerre en a limité les effets. L'horizon n'est pas dégagé pour autant. La fin du conflit en Irak ne s'accompagne pas du regain de croissance espéré aux États-Unis, ni en Europe. Même si les indicateurs sont meilleurs outre-Atlantique, la morosité reste générale au point que la BCE et la Réserve fédérale viennent de baisser une nouvelle fois leurs taux directeurs.

I. Calendrier des événements

2001

- 11 septembre : attentats terroristes aux États-Unis.

2002

- 29 janvier : discours de G.W. Bush sur l'État de l'Union, annonçant l'engagement des États-Unis dans la lutte contre le terrorisme international, et dénonçant l'Irak, l'Iran et la Corée du Nord comme appartenant à « l'axe du mal ».

- Printemps : dégradation des relations entre l'Arabie saoudite et les États-Unis. Intensification du conflit israélo-palestinien.

- Été : menace d'une intervention américaine en Irak, accusé de détenir des armes de destruction massive.

- Septembre : les États-Unis acceptent de se conformer aux règles de l'ONU.

- Octobre : l'Irak accepte le retour sans condition des inspecteurs de désarmement, après quatre années d'absence.

- 8 novembre : vote de la Résolution 1441 ; répit dans les tensions.

- Décembre : C. Powell déclare que l'Irak a échoué à satisfaire les demandes de l'ONU ; certitude d'une intervention américaine.

2003

- 20 mars : début des hostilités.

- 9 avril : entrée des troupes américaines dans Bagdad.

- 1^{er} mai : fin officielle du conflit.

- 22 mai : vote de la Résolution 1483 qui prévoit la levée immédiate des sanctions économiques internationales, l'arrêt en novembre du programme « pétrole contre nourriture » et la création d'un Fonds pour le développement de l'Irak, alimenté par les ressources pétrolières. Les forces occupantes doivent œuvrer à la reconstruction du pays et mettre en place, en accord avec l'ONU, une administration intérimaire irakienne, avant l'établissement, d'ici un à deux ans, d'un gouvernement.

Dès le printemps 2002, le marché pétrolier a intégré dans ses prix une prime liée à un risque de rupture d'approvisionnement. Les marchés boursiers, tout comme le dollar, se sont ajustés à la baisse plus tard (au premier trimestre 2003). L'effet psychologique des tensions a également pesé

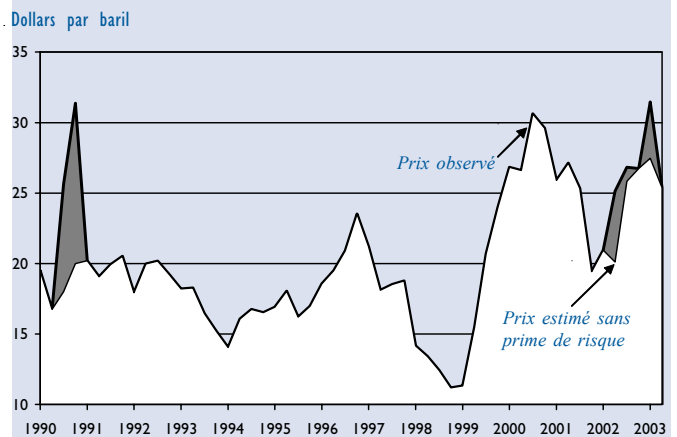
* Cette lettre reprend et développe l'analyse faite par le Département analyse et prévision, présentée dans « Perspectives 2003-2004, la traversée du désert », parue dans la *Revue de l'OFCE*, n° 85, avril 2003.

sur la confiance des ménages et des entreprises. Enfin, la politique économique a offert un soutien à l'activité, différent de part et d'autre de l'Atlantique.

Premier affecté : le marché pétrolier

Le marché pétrolier a été le plus directement exposé aux tensions géopolitiques, du fait du rôle stratégique joué par la région du Golfe dans l'approvisionnement des marchés mondiaux. Aussi la levée des incertitudes, qui a suivi le début du conflit en Irak, s'est traduite par une brusque décade des prix du pétrole qui sont passés de 34 dollars le baril début mars à 25 dollars début avril, alors que les perspectives d'une fin rapide au conflit se dessinaient et que les perturbations sur l'offre de pétrole apparaissaient tout compte fait limitées. Cette baisse correspond à l'éclatement de la prime de risque exigée par les marchés. Cette prime, d'un montant variable, a probablement atteint là un point maximal du fait d'une détente des tensions sur le marché réel permise par le repli de la demande saisonnière de pétrole. Depuis, les prix du pétrole se maintiennent conformes aux conditions d'approvisionnement d'un marché qui reste tendu.

GRAPHIQUE I : PRIX DU PÉTROLE (BRENT) ET PRIME DE RISQUE*



* La prime de risque est calculée à partir du prix implicite du pétrole, estimé sur la base d'une équation offre-demande de pétrole. Pour plus d'informations, se reporter à l'encadré « Quantifier la prime de risque », note 1.

Sources : Relevé des cotations quotidiennes, calculs OFCE.

La rapidité du conflit et la sécurisation des puits de pétrole irakien ont limité les perturbations de l'offre. En avril et mai, la production irakienne est tombée à 0,16 et 0,31 millions de barils jour (mbj) contre 2,5 en moyenne avant la guerre. Ce retrait a été surtout couvert par un recours accru aux capacités de production de l'Arabie saoudite et des Émirats Arabes Unis. La reprise de la production irakienne devrait être plus lente que prévue du fait des dégâts de la guerre, des pillages et sabotages et de la pénurie d'électricité. Le retour à une production normale est cependant attendu avant la fin de l'année.

Mesurée comme l'écart entre le prix observé et un prix implicite estimé sur la base d'un marché sans tensions géopolitiques, la prime de risque s'est concentrée sur les deuxième trimestre 2002 et premier trimestre 2003, et aurait atteint en moyenne 5 dollars le baril. Entre temps, elle aurait été nulle grâce à l'accalmie des tensions diplomatiques. Cette prime a donc été moins élevée que lors de la première guerre du Golfe, mais a duré plus longtemps (graphique 1).

Eu égard à son profil chahuté (deux chocs positifs suivis de deux négatifs), cette prime de risque a des effets contrastés et très limités sur l'économie française (tableau 1). À court terme, les chocs successifs se transmettent d'abord aux prix, avant d'affecter, avec un décalage de un à deux trimestres, le comportement des agents. La consommation des ménages est réduite jusqu'au premier trimestre 2003, au total de 0,2 point de croissance. Face au ralentissement de la demande, l'investissement est révisé à la baisse, avec un effet maximal au deuxième trimestre 2003. Le marché du travail s'ajuste et le taux de chômage augmente d'environ 0,1 point à la mi-2003. En moyenne annuelle, l'impact sur la croissance est nul en 2002, négatif de 0,1 point en 2003, neutre en 2004. Le PIB, comme les autres variables, ne revient à son niveau de référence qu'en 2005.

TABLEAU 1 : IMPACT SUR L'ACTIVITÉ EN FRANCE DE LA PRIME DE RISQUE *

Écart en niveau au compte central, en %

	2002	2003	2004	2005
PIB	0	-0,1	-0,1	0
Consommation des ménages	-0,1	-0,2	-0,1	0
FBCF	-0,1	-0,3	-0,3	0
Importations de biens et services	-0,1	-0,3	-0,2	0
Inflation	0,1	0,2	0,1	0

* La prime de risque retenue est respectivement de 5, 1, 0 et 5 dollars par baril de pétrole sur chacun des trimestres entre le deuxième de 2002 et le premier de 2003. Elle revient à 0 ensuite.
Source : Modèle trimestriel e-mod, OFCE.

Les marchés n'aiment pas l'incertitude

La baisse des Bourses entre la mi-janvier et le 11 mars 2003, largement commentée à l'époque du fait de l'inquiétude qu'elle véhiculait, a été associée, « à chaud », quasi exclusivement au jeu d'une « prime de guerre ». La simple mise en regard des principales étapes du processus diplomatique avec l'évolution des Bourses mettait en effet en évidence une extrême sensibilité, à la baisse comme à la hausse, à toutes les informations ayant trait à la guerre (tableau 2)¹. Sur l'ensemble de la durée du conflit, les Bourses (sauf le Nikkeï) ont finalement terminé en hausse. Cette réaction a été similaire dans son ampleur à celle des marchés lors de la première guerre du Golfe, mais pas dans son *timing* puisqu'elle a été visible avant même que les combats ne commencent.

Les marchés obligataires et de change ont également réagi à l'incertitude prégnante. Les titres obligataires publics, américains comme européens, ont pleinement joué leur rôle de titres sûrs, ce qui a abouti à une baisse marquée des taux. La fuite vers la sécurité a aussi profité aux titres obligataires privés. Du côté du marché des changes, le dollar, en position fragile, pouvait difficilement résister aux craintes supplémentaires suscitées par le rôle central et contesté des

1. Voir aussi sur ce sujet l'analyse originale de Leigh, Wolfers et Zitzewitz (2003, NBER n° 9887, mars).

États-Unis dans le conflit et par le dérapage des finances publiques occasionné par cet engagement. Entre fin octobre 2002 et début février 2003, le dollar a ainsi baissé de 10 % vis-à-vis de l'euro.

TABLEAU 2 : ÉVOLUTION DES BOURSES SUR QUELQUES PÉRIODES-TYPE

En %	SP500	Dow Jones Euro Stoxx (50)	FTSE all shares	Nikkeï
Depuis le pic de mars 2000	- 31	- 54	- 37	- 55
Phase incertitudes géopolitiques (de la mi-janvier au 11 mars 2003)	- 13	- 19	- 11	- 9
Phase rebond technique pré-conflit (12-21 mars 2003)	11	21	17	3
Phase conflit (20 mars-1 ^{er} mai 2003)	5	4	3	- 4
Phase post-conflit	5	4	3	15

Source : Global Insight.

Entre la fin du conflit et la mi-2003, le rebond technique visible sur le marché des actions s'est consolidé, servant de base pour une nouvelle phase haussière, assez franche. Le dollar a continué de se déprécier et les taux d'intérêt sur les obligations publiques de baisser. Les fondamentaux ont ainsi fait un retour en force remarqué, tout en ne jouant pas de la même manière sur les trois marchés. La Bourse américaine (et dans son sillage les Bourses européennes) a valorisé des perspectives de croissance américaine meilleures sur la deuxième moitié de 2003. Le dollar a été pénalisé par le niveau élevé du déficit courant, la dégradation des finances publiques et la faiblesse des taux d'intérêt américains. Les marchés obligataires, réagissant au discours de la Réserve fédérale sur le risque de déflation, ont anticipé que les taux resteraient durablement bas, et donc implicitement intégré un scénario de croissance moins favorable que celui retenu par la Bourse. Cette divergence de vue montre que, si les incertitudes géopolitiques font partie du passé, les incertitudes économiques sont, elles, encore loin d'être levées.

Les indices de confiance brouillent les pistes

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

Les anticipations des industriels et des ménages se sont dégradées de janvier à avril 2003, que ce soit aux États-Unis, dans la zone euro ou en France. D'après les gouvernements et les banquiers centraux, cette dégradation n'était pas en ligne avec les fondamentaux économiques et devait être corrigée par un rebond à la fin du conflit. Dans les faits, il est resté limité.

Aux États-Unis, les enquêtes dans l'industrie ont montré un pessimisme exagéré par rapport à l'évolution de l'activité, ce qui est rare et a été d'ailleurs corrigé à la fin des hostilités.

Cependant, l'indice ISM n'a pas dépassé 50, ce qui signifie, au mieux, une stabilisation de l'activité industrielle. Dans la zone euro, la confiance des industriels n'a pas connu de rebond à la fin du conflit. Au contraire, elle n'a cessé de se dégrader depuis novembre 2002, parallèlement à la production. Si les tensions internationales ont eu un impact sur les anticipations, celles-ci ont conduit à des comportements restrictifs et se sont avérées autoréalisatrices.

Vue par les ménages, la situation est moins favorable encore. Le redressement des indicateurs synthétiques de confiance des ménages après la fin du conflit irakien a été soutenu par un petit nombre de composantes, essentiellement celles portant sur les évolutions futures². Ce sont d'ailleurs celles qui s'étaient le plus dégradées avec le conflit. Au contraire, les composantes liées à la situation présente, et notamment l'emploi, sont restées orientées à la baisse.

Le lien entre l'enquête des ménages et leur pouvoir d'achat est plus lâche que celui entre les enquêtes dans l'industrie et la production. Cette différence entre perception/anticipation et variables quantitatives³ pourrait expliquer le comportement de consommation, en complément des variables explicatives traditionnelles que sont le pouvoir d'achat du revenu et l'inflation. En France, les variables d'enquête les plus sensibles aux événements exceptionnels n'améliorent pas l'explication de la consommation. Et ce sont elles qui, au début 2003, ont entraîné les indices synthétiques de confiance vers le bas. Les composantes de l'indicateur les plus pertinentes pour la consommation sont, elles, début 2003, en ligne avec les déterminants fondamentaux du revenu (salaires, emploi, impôts et prestations sociales). Elles n'ont pas connu de rebond après le conflit et traduisent donc une dégradation réelle de l'évolution du revenu qui conduirait à un ajustement de la consommation.

Aux États-Unis, des travaux économétriques montrent que les indicateurs de confiance permettent d'améliorer la modélisation du taux d'épargne sur le passé. Cependant, du troisième trimestre 2002 au premier trimestre 2003, les ménages ont eu une perception de leurs revenus dégradée par rapport à ce qu'ils ont effectivement reçu, sans que cela ait pour autant affecté leur comportement (le taux d'épargne n'a que marginalement augmenté au cours de cette période). Ceci est d'autant plus étonnant que d'autres facteurs, structurels, poussaient en ce sens (effet richesse négatif, endettement fort, hausse du chômage,...). La dégradation récente de la confiance des ménages n'ayant pas eu d'impact notable à la hausse sur le taux d'épargne, son amélioration augure mal d'une baisse de ce même taux.

Un *policy mix* courageux mais pas téméraire

Au printemps 2003, au plus haut des incertitudes géopolitiques, les marges de manœuvre dont disposaient les autorités monétaires et budgétaires pour répondre aux faiblesses perçues et anticipées de la croissance n'étaient pas identiques des deux côtés de l'Atlantique. L'Europe avait un petit avantage sur le plan monétaire, la BCE ayant moins baissé

ses taux d'intérêt par le passé, mais, sur le plan budgétaire, elle était, *a priori*, contrainte par les règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC).

A posteriori, les Banques centrales ont fait un usage courageux mais pas téméraire de leurs munitions. Leurs discours, si ce n'est leurs actions, révèlent qu'il n'était pas évident, à l'époque, de rester insensible à l'inquiétude générale. La Réserve fédérale a réagi dès le 6 novembre 2002 avec une baisse de son taux directeur de 0,5 point. Elle a justifié ce geste, symbolique après presque une année entière d'inaction, par « une incertitude grandissante, visible dans les indicateurs conjoncturels et en partie attribuable aux tensions géopolitiques montantes, inhibant la consommation, la production et l'emploi ». Le 18 mars 2003, elle ne s'est pas prononcée sur l'équilibre des risques. Depuis la fin du conflit, l'optimisme de façade, selon lequel la reprise serait au rendez-vous dès lors que le poids des incertitudes s'allègerait, a été abandonné, le *timing* et l'ampleur de la reprise restant incertains. Le risque de déflation, mentionné à mots couverts, l'a conduite à baisser de nouveau ses taux le 25 juin (d'un quart de point, portant à 1 % le taux des *Federal Funds*).

Après la baisse de 0,5 point de son taux directeur le 6 décembre 2002, la BCE s'était retranchée derrière un discours considérant que baisser encore les taux d'intérêt serait « une goutte d'eau dans la mer d'incertitudes »⁴. Mais le 6 mars 2003, motivée par une révision à la baisse de sa prévision de croissance pour 2003, la BCE a non seulement baissé son taux directeur d'un quart de point, mais a aussi déclaré qu'elle était prête à agir de nouveau si les perspectives de croissance devaient encore se dégrader avec la guerre en Irak. L'inflation, trop rapide à son goût, puis la fin du conflit, l'ont amenée à ne pas suivre à la lettre ce discours. Il a fallu attendre le 5 juin, et une nouvelle révision à la baisse de la croissance pour 2003, pour une nouvelle baisse (- 0,5 point portant le taux directeur à 2 %).

L'arme budgétaire n'a pas été utilisée aux États-Unis avec la même discrétion que l'arme monétaire. Les États-Unis supportent seuls le coût de la guerre (62,6 milliards de dollars sur les 79 accordés le 14 avril 2003 par le Congrès au titre de dépenses exceptionnelles). A cette somme, qui grève directement le solde public pour 2003, est venu s'ajouter un nouveau plan de réductions d'impôts, ratifié le 28 mai. Son coût initial a été, à l'occasion, divisé par deux (350 milliards de dollars sur 10 ans, 61 milliards de dollars sur la seule année fiscale 2003). L'impulsion budgétaire sera encore largement positive en 2003, alors qu'elle sera de nouveau négative dans la zone euro (fruit de la rigueur imposée par le PSC). L'Europe n'a certes pas engagé les mêmes dépenses militaires que les États-Unis, mais la situation plutôt saine des finances publiques européennes⁵ aurait autorisé une politique budgétaire plus accommodante. Le conflit ayant été court, la question a vite perdu de sa pertinence. De toute manière, ne considérant pas la guerre comme une circonstance exceptionnelle, la Commission européenne s'était opposée à tout affranchissement des contraintes du PSC.

2. Situation financière future, niveau de vie général futur dans la zone euro ; perspectives du climat des affaires aux États-Unis.

3. Qui correspond au résidu de l'équation expliquant les soldes d'opinion en fonction du pouvoir d'achat du revenu et de l'emploi.

4. Le 6 février 2003, la Banque d'Angleterre, surprenant tout le monde, baissait d'un quart de point son taux directeur (le portant à 3,75 %).

5. En 2002, quatre pays étaient en équilibre ou en excédent, les autres avaient un déficit proche de 3 %, celui de la zone euro étant à 2,3 %.

En conclusion, les tensions liées à la crise irakienne restent insuffisantes pour expliquer les mauvaises performances de nos économies. Il est probable que l'Europe et les États-Unis aient davantage été affectés par la hausse des prix du pétrole que par les autres effets induits par la crise. Aujourd'hui, la guerre est finie. L'après-guerre se construit. Au-delà des enjeux

politiques et stratégiques, les retombées économiques devraient être limitées au niveau global, même si elles peuvent s'avérer importantes pour la région ou pour les entreprises participant à la reconstruction (encadré 2). Les perspectives à moyen et long termes sur le marché pétrolier pourraient être par contre profondément modifiées par le changement de régime irakien. ■

2. Reconstruction de l'Irak : une relance limitée

Outre les dépenses militaires, une guerre peut avoir un effet de relance économique par la nécessité de reconstruire les infrastructures. L'Irak sort d'une période noire : depuis l'arrivée au pouvoir de Saddam Hussein, le pays a été engagé dans trois conflits majeurs (guerre contre l'Iran en 1980-1988, guerre du Golfe en 1991, guerre en Irak en 2003) et a subi les conséquences d'un embargo strict depuis 1990. Les besoins sont donc grands. Cependant, leur évaluation est subjective, car elle dépend de l'objectif visé. De plus, la situation sanitaire de la population irakienne nécessite une aide humanitaire d'urgence (tableau A).

Pour subvenir à ces besoins, les sources de financement sont limitées. La dette extérieure de l'Irak est comprise entre 60 et 130 milliards de dollars (hors réparations dues à l'Arabie saoudite et au Koweït après la guerre du Golfe de 1991, supérieures à 170 milliards). Les pays du G8 ont convenu de suspendre les remboursements privés jusqu'à la fin 2004, tandis que le Club de Paris s'est accordé sur le principe d'un rééchelonnement ou d'une annulation de la dette officielle bilatérale (25 milliards). En fait, il s'agirait plutôt d'entériner un abandon de créances sur une dette qui n'était pas remboursée et de ne pas injecter de nouveaux capitaux. Fin mai 2003, les capitaux publics engagés par les pays et organisations internationales n'atteignaient pas 2 milliards selon l'agence américaine US Aid.

À titre de comparaison, le gouvernement afghan estime les besoins pour la reconstruction à près de 30 milliards de dollars sur 10 ans, alors que les promesses de donation n'ont pas dépassé 11 milliards. L'Irak est dans une meilleure situation, les États-Unis étant impliqués dans le règlement de conflits au Moyen-Orient et l'Irak bénéficiant de recettes pétrolières.

Le pays détiendrait, en réserves prouvées, 112 milliards de barils (soit 12 % des réserves mondiales, la moitié de celles de l'Arabie saoudite), et près du double en réserves totales. Ces réserves sont largement sous-exploitées. C'est dire que le potentiel de production de l'Irak est immense.

Les ressources pétrolières dans un horizon de 1 à 10 ans dépendent de la capacité de production du pays. Avant la guerre,

cette capacité était de 2,4 mbj. Avant 1991, elle était de 3,5 mbj. Mais compte tenu de ses réserves, le pays pourrait produire jusqu'à 6 mbj. La remise en état et l'extension des capacités nécessitent des financements. Or, même si la levée des sanctions économiques ouvre de nouvelles perspectives, l'entrée des capitaux étrangers reste conditionnée aux garanties juridiques offertes à moyen et long termes, et qui sont liées à la stabilisation politique du pays.

Compte tenu des hypothèses de recettes pétrolières mobilisables pour couvrir les besoins les plus urgents de la population et la reconstruction (tableau B), les moyens apparaissent très insuffisants.

TABLEAU B : RESSOURCES DISPONIBLES POUR LES BESOINS HUMANITAIRES ET LA RECONSTRUCTION

En milliards de dollars, sauf production en mbj

	Hypothèses d'évolution des capacités de production		
	2,5 mbj	3,5 mbj	6 mbj
Coûts de reconstruction/ d'extension des capacités	2-3	5-10	20-30
Production destinée aux besoins domestiques ¹ aux exportations	0,7 1,8	0,7 2,3	0,8 5,2
Recettes des exportations pétrolières ²	15	19,3	44 34
Ressources du Fonds de développement ³	10-12	14,5	32 24
Ressources disponibles ⁴	10	13,5	30 22

1. Inclus le commerce avec les pays frontaliers. Répartition sur la base de janvier 2003, source AIE.

2. Sur la base d'un prix du pétrole irakien de 23 dollars le baril (correspond à 25 dollars pour le Brent).

3. Sur la base de ce qui est entré dans le programme pétrole contre nourriture en 2002 (exclus donc les coûts fixes liés à l'exploitation du pétrole – 3 dollars par baril – et les prélèvements fiscaux).

4. Ont été exclus 5 % destinés au fonds d'indemnisation au titre des dommages de guerre de 1991 et 2,2 % pour les frais de fonctionnement du fonds.

Source : Calculs OFCE.

TABLEAU A : ESTIMATIONS DES BESOINS DE L'IRAK APRÈS LA GUERRE

Sources	Maintien de l'ordre	Milliards de dollars
Ministère de la Défense américain	3,5 à 4 milliards dollars par mois	42-48 par an
CBO	200 000 dollars par soldat et par an, 75 000 soldats	17 par an
CBO	250 000 dollars par soldat et par an, 200 000 soldats	46 par an
Autre Estimation	150 000 hommes	54 par an
Reconstruction		
Nordhaus	« Plan Marshall pour l'Irak »	105 sur 6 ans
Nordhaus	1 000 dollars par tête (références : Liban, Timor, Bosnie)	25
Nordhaus	Infrastructures, y compris pétrolières, PIB par tête égal à celui de l'Égypte ou de l'Iran	30
Nations Unies	Remise des infrastructures au niveau de 1970	30
Banque mondiale		30 sur 10 ans
PNUD		30 sur 3 ans
Autres estimations		300 à 600 sur 10 ans
Aide Humanitaire		
Nordhaus	500 dollars par personne et par an, 1 à 5 millions de bénéficiaires (référence : Bosnie-Herzégovine)	1 à 10 sur 2 à 4 ans
OFCE	Programme ONU « pétrole contre nourriture » : 8 milliards de dollars pour 60 % de la population en 2002	15 par an

Sources : W. Nordhaus, « The Economic Consequences of a War with Iraq », NBER n° 9361, décembre 2002 ; CBO, *Estimated Costs of a Potential Conflict with Iraq*, septembre 2002 ; presse ; calculs OFCE.