

## LA TRAVERSÉE DU DÉSERT

Perspectives 2003-2004 pour l'économie mondiale\*

Depuis le retournement de la mi-2000, la croissance en Europe et aux États-Unis n'a pas retrouvé son rythme de la fin des années 1990. Cela tient à la correction de la bulle technologique. Mais le processus en cours va au-delà de la correction d'un excès de capacités. Impulsée par une vague d'innovations, la croissance brillante de la fin des années 1990 a été nourrie par des modes de financement, de *management* et de prise de risque qui se révèlent aujourd'hui insoutenables. L'apurement est long (cela fait trois ans que le pic des indices boursiers a été atteint) et douloureux car un cercle vicieux s'est mis en place. La nécessité de rétablir les bilans et de diminuer l'endettement de certaines entreprises pèse sur les perspectives des autres entreprises, dégrade la situation des ménages par la hausse du chômage et la diminution de leur patrimoine. À leur tour les agents privés contractent leurs dépenses, ce qui réduit les perspectives de débouchés pour les entreprises et ne les incite pas à investir.

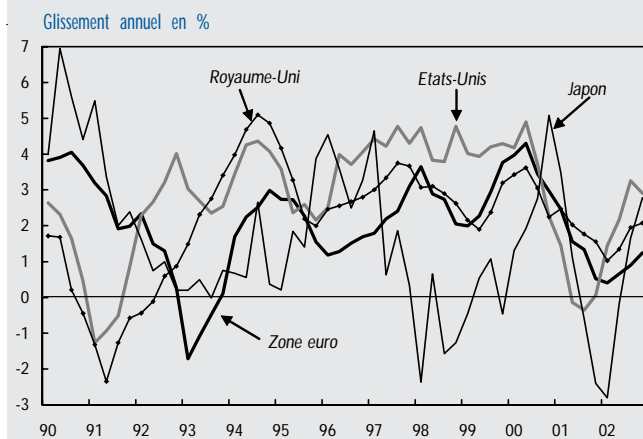
Ce processus nécessite une réponse de politique économique rapide et déterminée. Les autorités budgétaire et monétaire américaines l'ont bien compris. En 2002, l'impulsion budgétaire aux États-Unis a été de 2,7 points de PIB. En revanche, l'Europe fait preuve d'un attentisme imprudent. La politique monétaire ne s'ajuste qu'avec retard au flux de mauvaises nouvelles et la politique budgétaire est contrainte par le Pacte de stabilité et de croissance. Pour la zone euro, estimée à - 0,1 point de PIB au cours de l'année 2002, l'impulsion budgétaire a finalement été positive de 0,4 point, réorientation discrète et honteuse attribuée aux circonstances et aux impondérables.

\* Cette étude résume le dossier à paraître dans le n° 85 de la *Revue de l'OFCE*, rédigé par le Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valérie Chauvin, Guillaume Chevillon, Gaël Dupont, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Matthieu Plane, Christine Riffart, Elena Stancanelli et Paola Veroni. L'équipe France est dirigée par Eric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 31 mars 2003.

Dans ce contexte, la tragédie qui a conduit des attentats du 11 septembre 2001 à la guerre en Irak crée un climat d'incertitude qui rend plus difficile encore la reprise d'activité. Que ce soit par la hausse du prix du pétrole, par la volatilité de la Bourse ou par l'incertitude qui poussent les agents économiques à la prudence, les canaux de transmission sont nombreux. Le déclenchement du conflit, le 20 mars 2003, a certes levé l'incertitude de la guerre, mais il a surtout ouvert une nouvelle période d'incertitudes conditionnées par l'évolution du conflit.

Avec une croissance de 0,8 % à peine, l'année 2002 a été pour la zone euro celle d'une reprise déçue (graphique 1). Dans le même temps, le rebond de croissance a surpris par son ampleur aux États-Unis (2,4 % après seulement 0,3 % en moyenne en 2001). La piètre performance de la zone euro trouve son origine dans la poursuite des ajustements engagés en 2001, la contrainte imposée par la grande déprime des marchés financiers n'ayant pas été compensée par un *policy mix* offensif, à la différence des États-Unis.

GRAPHIQUE 1: TAUX DE CROISSANCE DU PIB



Sources : Comptabilités nationales.

**TABLEAU I : PRINCIPALES HYPOTHÈSES ET RÉSUMÉ DES PRÉVISIONS**

	Trimestres ou semestres												Années			
	2002				2003				2004				2002	2003	2004	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<i>Prix du pétrole en \$</i> <sup>1</sup>	21,0	25,1	26,8	26,7	32,6	33,0	25,0	25,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,9	28,9	24,0	
<i>Matières premières industrielles en \$</i> <sup>2</sup>	2,5	4,2	-0,3	2,7	4,9	2,0	2,0	2,0	1,0	0,0	0,0	-1,0	-4,3	11,2	3,8	
<i>Taux de change</i> <sup>1</sup>																
1 € = ...\$	0,88	0,92	0,98	1,00	1,07	1,10	1,08	1,07	1,04	1,03	1,02	1,00	0,95	1,08	1,02	
1 \$ = ...yen	132	127	119	122	119	119	119	120	120	120	120	120	125	119	120	
1 £ = ... €	1,63	1,59	1,58	1,57	1,49	1,45	1,46	1,47	1,50	1,50	1,49	1,49	1,59	1,47	1,50	
<i>Taux d'intérêt courts</i> <sup>1</sup>																
États-Unis	1,8	1,8	1,8	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,8	2,0	2,3	1,7	1,3	1,9	
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Zone euro	3,4	3,4	3,4	3,1	2,9	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	3,1	3,1	3,3	2,7	3,0	
Royaume-Uni	4,0	4,1	4,0	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	4,0	3,8	3,8	
<i>Taux d'intérêt longs</i> <sup>1</sup>																
États-Unis	5,1	5,1	4,3	4,0	3,9	4,0	4,1	4,4	4,7	5,0	5,3	5,5	4,6	4,1	5,1	
Japon	1,4	1,4	1,2	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,3	0,9	1,1	
Zone euro	5,1	5,3	4,8	4,5	4,3	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0	4,9	4,4	4,8	
Royaume-Uni	5,0	5,2	4,7	4,6	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	5,0	5,2	4,9	4,5	4,9	
<i>Prix consommation</i> <sup>3</sup>																
États-Unis	1,2	1,3	1,6	2,2	2,9	2,9	3,0	3,1	2,8	2,5	2,4	2,4	1,6	3,0	2,5	
Japon	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Zone euro	2,5	2,0	2,1	2,3	2,3	2,4	2,0	2,1	1,7	1,7	2,1	2,2	2,2	2,2	1,9	
Royaume-Uni	1,6	0,9	1,0	1,5	1,5	1,7	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3	1,6	1,5	
<i>PIB en volume, cvs</i> <sup>2</sup>																
États-Unis	1,2	0,3	1,0	0,3	0,4	0,4	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	2,4	2,1	2,9	
Japon	0,1	1,4	0,8	0,5	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,1	0,9	
Zone euro	0,4	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,8	0,9	1,8	
Allemagne	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,2	0,6	1,7	
Italie	0,0	0,2	0,3	0,4	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,4	0,8	1,6	
France	0,7	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	1,2	0,8	1,6	
Royaume-Uni	0,1	0,6	1,1	0,4	0,2	0,4	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	1,8	1,9	2,3	
<i>Importations de marchandises en volume, cvs</i> <sup>2</sup>																
Monde	1,0	3,8	1,8	1,2	0,8	1,0	1,3	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9	3,2	5,4	6,6	
Pays industrialisés	0,1	3,5	1,6	1,1	0,5	0,7	1,0	1,2	1,4	1,5	1,6	1,6	1,9	4,2	5,4	
PED	3,1	4,4	2,3	1,4	1,5	1,8	1,9	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	6,0	7,8	9,0	
<i>Balances courantes en points de PIB, cvs</i>																
États-Unis	-4,6		-5,0		-5,3		-5,3		-5,3		-5,3		-4,8	-5,3	-5,3	
Japon	3,0		2,8		3,1		3,3		3,6		3,9		2,9	3,2	3,7	
Allemagne	1,8		3,2		2,8		2,7		2,8		2,8		2,5	2,8	2,8	

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

3. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. En %.

Sources : Pétrole (*Brent*) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Taux courts à 3 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôts 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 pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévisions OFCE.

Néanmoins, les deux zones ont bénéficié partiellement de l'orientation géographique de leur commerce : l'Asie représente un débouché aussi important que l'Union européenne pour les États-Unis et les pays d'Europe de l'Est absorbent une part croissante des exportations de l'Allemagne et l'Italie. Or ces deux régions ont relativement bien résisté en 2002. Le dynamisme de la croissance asiatique a aussi apporté une bouffée d'oxygène au Japon, toujours enlisé dans la déflation. Malgré tout, la reprise du commerce mondial de marchandises qui s'était amorcée au premier semestre 2002 a marqué un coup d'arrêt à l'été, reflet d'une croissance molle dans les pays industrialisés. La récession, qui a frappé plusieurs pays d'Amérique latine (Argentine, Venezuela, Uruguay), a aussi contribué à la faible progression des importations en 2002.

## La géopolitique rajoute à l'incertitude...

La crise irakienne et les incertitudes qu'elle a engendrées se sont greffées à un environnement économique déjà déprimé. La crise internationale s'est transmise à l'économie par différents canaux : le marché pétrolier, les marchés financiers et la confiance des agents. L'impact le plus immédiat est sur le prix du pétrole. Après la hausse progressive depuis la mi-2002, le niveau de 34 dollars en moyenne entre février et mars 2003 est dû à la fois au durcissement exceptionnel des conditions d'approvisionnement du marché pétrolier et à l'introduction d'une prime de risque estimée à 5 dollars le baril. Dans la zone euro, l'effet de la hausse des prix du pétrole sur les prix à la consommation (de 31 % en dollars) a été compensé pour moitié par l'appréciation de l'euro.

Les incertitudes ont provoqué un nouvel accès de faiblesse de la Bourse, déjà frappée par le dégonflement de la bulle, si bien qu'au premier trimestre 2003, les marchés financiers sont désorientés. Le déclenchement des hostilités par les États-Unis a entraîné un vif mouvement de reprise, compensé tout aussi vite par une baisse dès les premières difficultés rencontrées par la coalition.

Nous avons retenu l'hypothèse d'une guerre courte et d'une levée des incertitudes à l'été 2003. La guerre aurait ainsi un impact limité sur l'activité mondiale. Pour autant, cette levée des incertitudes ne signifie pas la levée des risques qui pesaient déjà sur la croissance à l'automne 2002. Notre scénario est moins favorable que ce qui s'était passé à l'époque de la première guerre du Golfe. Le prix du pétrole resterait élevé plus longtemps. Il se stabiliserait autour de 25 dollars du fait de la disparition de la prime de risque, mais les tensions sur l'approvisionnement en pétrole resteraient fortes. Les marges de manœuvre monétaires présentes sont plus limitées. La reprise de la Bourse est improbable, la situation économique n'étant pas propice à la soutenir et le dégonflement de la bulle n'étant sans doute pas achevé.

## ... alors que les économies s'ajustent encore

Le cœur de la crise actuelle de financement à laquelle sont confrontées les entreprises est à chercher dans la correction des déséquilibres des bilans consécutive à l'éclatement de la bulle Internet. Suite à la dégradation de leurs conditions de financement externe au début de 2000, les entreprises ont cherché à réduire leur endettement à partir de 2001. Ce désendettement a d'abord été imposé par la

méfiance des marchés boursiers et des conditions d'accès au crédit difficiles, en particulier aux États-Unis. En 2001, dans la zone euro comme aux États-Unis, les entreprises ont pu se reporter sur le marché obligataire mais, suite à la forte augmentation des *spreads*, celui-ci s'est à son tour fermé en 2002. Cependant ces efforts de désendettement, obtenus au prix d'une forte contraction des dépenses d'investissement, ont fini par porter leurs fruits, les *spreads* se détendant depuis la fin 2002.

Dans la zone euro, le recul du taux d'investissement a été net au premier semestre 2002, et l'ajustement s'est prolongé tout au long de l'année. Aux États-Unis, l'ajustement a été plus précoce (dès 2001) et plus brutal, laissant place à un léger redémarrage fin 2002. Ces ajustements ont stoppé la baisse des taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie à partir du début 2002. Mais ceux-ci restent outre-Atlantique plus inférieurs à leur moyenne de longue période que dans la zone euro. Les entreprises ont été confrontées à une reprise limitée de leurs débouchés, dans la zone euro comme aux États-Unis.

Pour rétablir leurs marges, les entreprises ont dû ajuster leurs effectifs. Aux États-Unis, l'essentiel du redressement du taux de marge a été acquis dans le courant 2001. Témoinnant de la plus forte réactivité de l'emploi américain, l'ajustement y a été engagé plus tôt que dans la zone euro et s'est concentré essentiellement sur le second semestre 2001. Mais une légère dégradation du taux de marge s'est amorcée depuis le début 2002, sous l'effet conjoint d'une progression soutenue des rémunérations salariales et d'un relâchement de l'ajustement de l'emploi. Dans la zone euro, l'année 2002 a été caractérisée par une accélération de l'ajustement des effectifs. Mais celui-ci est resté d'une ampleur limitée, de sorte que l'amélioration du taux de marge dans le courant de l'année lui a tout juste permis de se stabiliser en moyenne annuelle.

Dans la zone euro, la dégradation du marché du travail s'est accompagnée d'un ralentissement de la progression des salaires, alors que dans le même temps la forte remontée du prix de l'énergie a maintenu l'inflation à un rythme supérieur à 2 % tout au long de 2002. Ces évolutions ont induit un fort ralentissement du pouvoir d'achat de la masse salariale, qui a en retour pesé sur les dépenses de consommation des ménages. Succédant à trois trimestres de quasi-stagnation, la reprise de la consommation privée à partir du deuxième trimestre 2002 a été d'une ampleur limitée dans la zone euro. Le plus grand dynamisme de la consommation privée américaine en 2002 s'explique par un ajustement moindre de l'emploi cette année-là, mais aussi et surtout par des stimuli budgétaires et monétaires.

L'accélération du glissement annuel du PIB entre la fin 2001 et la fin 2002, visible aux États-Unis comme dans la zone euro, est imputable à la reprise de la consommation des ménages et aussi aux variations de stocks. Or, le restockage s'est essouffé en fin d'année 2002, révélant l'absence de consolidation des perspectives de croissance.

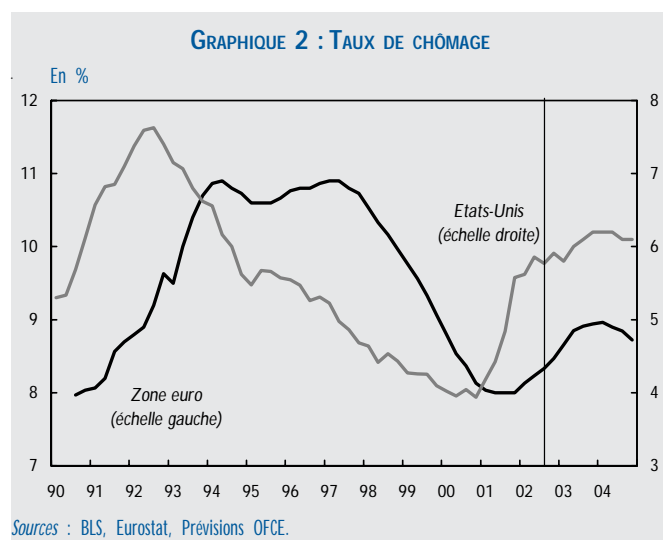
Pour des raisons relevant à la fois de logiques et de modalités nationales spécifiques, les ajustements de l'investissement et de l'emploi dans la zone euro ont été inégaux d'un pays à l'autre, expliquant en partie les différentiels de croissance observés. Avec 0,2 % à peine, la croissance de l'économie **allemande** a été la plus faible de la zone euro en

2002. Le fort ajustement de l'emploi en 2002 a pesé sur la croissance mais a permis aux entreprises de reconstituer leurs marges, entraînant un moindre ajustement de l'investissement productif qu'en 2001. En **France**, la croissance a ralenti en 2002, se rapprochant de la moyenne de la zone euro. Le dynamisme de l'emploi a entraîné une dégradation du taux de marge des entreprises, accentuant le repli de l'investissement. En **Italie**, un paradoxe se dessine : l'industrie italienne accumule du capital, mais l'absence d'ajustement de l'emploi se paie en termes de compétitivité et induit une croissance molle (0,4 % en 2002). En **Espagne**, la dynamique de rattrapage est toujours à l'œuvre, au prix d'une forte inflation (3,6 % en 2002). Le moindre ralentissement de l'emploi a permis une bonne résistance de la consommation privée, ce qui a limité la décélération de l'investissement. Les **Pays-Bas** sont un des pays de la zone où, fin 2002, la situation économique s'est le plus dégradée. L'ajustement tardif de l'emploi et des salaires a pesé sur les comptes des entreprises, qui doivent maintenant les assainir pour regagner de la compétitivité.

La croissance de l'économie **britannique** s'est établie à 1,8 % en 2002, entre celles de la zone euro et des États-Unis. Le taux d'investissement a continué de baisser en 2002, mais la consommation privée et les dépenses publiques ont tiré la croissance. Après une fin d'année 2001 marquée par une récession de grande ampleur, la forte croissance des exportations a contribué à la reprise de l'économie **japonaise** en 2002. Mais le Japon reste frappé par les difficultés structurelles propres à une situation de déflation.

## Croissance en 2003 : la traversée du désert

Début 2003, les perspectives de rentabilité des entreprises sont loin d'avoir retrouvé des niveaux susceptibles d'enclencher une amélioration franche de l'investissement, et la poursuite de l'ajustement de l'emploi reste d'actualité dans la zone euro, ce qui ne permettrait pas le retour à une croissance vive à l'horizon de la prévision. La contraction de l'emploi, qui a déjà eu lieu en Allemagne, s'étendrait à la France et aux Pays-Bas en 2003, tandis que l'Italie et l'Espagne continueraient de créer des emplois. Dans la zone euro, le taux de chômage continuerait donc de progresser en 2003 et ne se stabiliserait qu'en 2004 (graphique 2).



**TABEAU 2 : PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE**

Taux de croissance annuels, en %

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

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

2. Y compris Turquie

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

Aux États-Unis, la hausse du taux de chômage en 2003 serait moins marquée (de 5,8 % en 2002 à 6 %). Mais le fait qu'il augmente encore contraste avec les reprises antérieures et rappelle le mauvais souvenir de la *jobless recovery* de 1991.

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

Par ailleurs, l'apurement du bilan des entreprises s'avère long et coûteux, du fait d'un enchaînement auto-entretenu. Les amortissements des survaleurs pèsent sur les résultats des entreprises, ce qui favorise la baisse des cours boursiers et génère d'autres survaleurs ; les efforts d'amélioration du résultat opérationnel pèsent sur l'investissement et l'emploi, ce qui réduit la croissance économique et rend plus difficile le redressement des marges. Bien que légèrement moindres

qu'en 2002, les difficultés de financement perdureraient à l'horizon de la prévision. Combinées à des perspectives de débouchés peu dynamiques, cela limiterait le redressement du taux d'investissement, qui resterait quasi inchangé d'ici la fin 2004 autant aux États-Unis que dans la zone euro.

La croissance de la zone euro redémarrerait lentement à partir de la seconde moitié de 2003. En 2003, elle serait à peine supérieure à celle de 2002 (0,9 %) et surtout resterait en deçà de la croissance potentielle en 2004 (1,8 %, contre 2,2 % pour la croissance potentielle). Aux États-Unis, la reprise serait plus nette, mais limitée par la prudence des consommateurs et des entrepreneurs. Si la croissance de 2003 (2,1 %) s'annonce en retrait par rapport à celle de 2002, 2004 renouerait presque avec la croissance potentielle (estimée à 3 %). La croissance britannique, toujours impulsée par les dépenses publiques, se situerait entre la croissance américaine et celle de la zone euro. Au Japon, la demande intérieure resterait faible et la croissance (1,1 % en 2003 et 0,9 % en 2004) serait tirée par les exportations, particulièrement à destination du reste de l'Asie.

De nombreux risques pèsent sur ce scénario central. Dans le cas d'un conflit long, l'économie mondiale ne serait pas à l'abri d'un scénario en *double dip*. L'impact sur les déficits budgétaires et courant américains pourrait être important, l'attractivité américaine remise en cause et le dollar affaibli. De plus, les évolutions des prix de l'immobilier continuent d'être une source de fragilité au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, aux États-Unis. Enfin, l'apurement des bilans pourrait être plus long et plus coûteux que prévu et les ménages (américains en particulier) amorcer une cure de désendettement. Le principal aléa à la hausse, mais il est important, est que les gouvernements européens renoncent à la restriction budgétaire imposée par le Pacte de stabilité.

## Policy mix : contrastes

Suite au tassement de la croissance en fin d'année 2002, la tendance a été au relâchement des *policy mix*. Du côté de la politique monétaire, à l'exception de la Banque du Japon, les principales banques centrales ont baissé leurs taux directeurs selon un tempo et une ampleur diversifiés. La Réserve fédérale a réagi la première avec une baisse de 0,5 point de ses taux directeurs dès le 6 novembre 2002, suivie par la BCE avec une baisse de 0,75 point menée en deux fois (le 5 décembre 2002 et le 6 mars 2003) et par la Banque d'Angleterre avec une baisse surprise de 0,25 point (le 6 février 2003). Après une année d'attente, ces baisses de taux ont contribué à apaiser les marchés et se sont répercutées, comme souhaité, sur l'ensemble des maturités. Mais plusieurs canaux de transmission restent gelés (prix des actions, anticipations, crédit aux entreprises) : seuls jouent la baisse du service de la dette et la stimulation de l'immobilier.

La politique budgétaire a été beaucoup plus active outre-Atlantique que dans la zone euro (tableau 3). En 2002, l'impulsion budgétaire a été sensiblement plus marquée aux États-Unis (2,7 points de PIB) que dans la zone euro (0,4 point de PIB). Au Royaume-Uni, la politique budgétaire a également joué un rôle contra-cyclique, mais en se substituant à la politique monétaire.

En 2003, la politique budgétaire expansionniste de l'administration Bush soutiendrait encore la croissance, mais

compliquerait la tâche de la Réserve fédérale. Le déficit public se creuserait à - 4 % du PIB, les États-Unis supportant seuls le coût de la guerre, évalué à 0,8 % du PIB. La politique monétaire américaine resterait expansionniste, laissant à la croissance le temps de prendre son élan, puis les taux seraient progressivement resserrés de 1 point en 2004. N'étant plus grevé par les dépenses liées à la guerre en Irak, le déficit se réduirait à - 3,3 % du PIB et l'impulsion budgétaire deviendrait négative. Du côté de la zone euro, le *policy mix* serait défavorable à la croissance. La politique budgétaire serait en effet restrictive dès 2003, avec une impulsion de - 0,4 point de PIB, puis de - 0,5 en 2004. La BCE resterait accommodante et baisserait encore une fois ses taux en 2003, avant de les resserrer en 2004 (de 0,5 point). Le gouvernement britannique a pris l'engagement de remettre à niveau les systèmes de santé, d'éducation et d'infrastructures et l'impulsion budgétaire resterait positive en 2003 et en 2004. La Banque d'Angleterre, contrairement à ses homologues européens et américains, laisserait ses taux inchangés. En supposant que le gouvernement nippon réussisse à maîtriser la progression des dépenses publiques, la politique budgétaire serait neutre en 2003 et 2004. Étant donné le manque de consensus sur les moyens de lutter efficacement contre la déflation, la politique économique japonaise n'est pas crédible et le Japon resterait englu dans la déflation.

TABLEAU 3 : POSITIONS BUDGÉTAIRES AUX ÉTATS-UNIS, EN EUROPE ET AU JAPON

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

1. Hors UMTS.

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

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

# FRANCE : LES ILLUSIONS PERDUES

## Perspectives 2003-2004 pour l'économie française

La France, qui a enregistré une forte croissance entre fin 1996 et fin 2000, avec un taux moyen de 3,6 % par an, a connu un ralentissement en 2001 avec un taux de 1,8 %. Début 2002, une multiplication de signaux indiquait qu'un point de retournement avait été atteint à la fin de 2001.

### La reprise de 2002 est décevante...

Le rebond, amorcé par un ralentissement du déstockage début 2002, s'est révélé décevant. L'espoir d'une reprise plus franche à partir du second semestre, notamment aux États-Unis, s'est évanoui dès l'été sous l'effet de la crise de surinvestissement et d'un lent étouffement de plusieurs économies européennes et de l'Allemagne en particulier. Les anticipations des entreprises sur la reprise économique traduisent cette déception : l'écart entre les tendances présente et prévue d'activité a rarement été aussi important. Dans ce climat, au lieu de repartir et de consolider la reprise, l'investissement a continué de s'ajuster, confirmant l'essoufflement de l'activité en 2002. Finalement, l'augmentation du PIB n'a été, en moyenne annuelle, que de 1,2 %.

### ... sous perfusion...

Dans un contexte électoral, et malgré les engagements pris vis-à-vis de Bruxelles, la politique budgétaire a été expansionniste en 2002. Les dépenses ont augmenté de presque 3 % en volume, et les impôts ont été fortement réduits. Au total, l'impulsion budgétaire a été de 1,1 point de PIB et a contrasté avec la politique menée ailleurs dans la zone euro, où l'impulsion a été en moyenne plus modeste (0,4 point de PIB). Ce choix de politique économique a permis aux ménages français de maintenir un rythme de consommation sensiblement supérieur à celui de leurs voisins européens, tout en augmentant leur taux d'épargne. Cela explique l'essentiel de l'écart de croissance entre la France et le reste de la zone.

### ...et débouche sur une situation intenable

Malgré l'épuisement des effets des politiques spécifiques d'emploi en cours depuis 2001, l'écart de créations de postes entre la France et ses principaux partenaires européens a arrêté de baisser et s'est à nouveau accru en 2002. Cet ajustement de l'emploi moins fort dans l'Hexagone trouve une explication dans le différentiel de croissance et le renforce. La faiblesse de la productivité du travail en France indique cependant que ce supplément de croissance n'explique pas tout et que d'autres éléments doivent être avancés pour rendre compte de cette lenteur d'ajustement. Ceux-ci sont à rechercher du côté des anticipations d'activité erronées des chefs d'entreprises et dans leur attente des changements de règles juridiques (assouplissement des 35 heures et de la loi de modernisation sociale). Cette meilleure résistance du marché du travail a eu pour conséquence une détérioration plus importante de la situation opérationnelle des entreprises.

Dans un contexte où les perspectives de reprise rapide s'éloignent, cette situation n'est pas tenable à terme. Les entreprises vont chercher à restaurer leur taux de marge, qui se situe actuellement à un des plus bas niveaux depuis le milieu des années 1980, en comprimant leurs coûts salariaux, et à se désendetter, en différant leurs investissements. Par ailleurs, conséquence directe de la reprise avortée et de l'augmentation des dépenses publiques, le déficit des administrations a fortement augmenté en 2002. En franchissant la barre des 3 % du PIB, il restreint les marges de manœuvre futures du gouvernement pour soutenir l'activité.

### Quel scénario pour l'avenir ?

En n'étant que partielle et surtout inférieure aux attentes, la reprise de 2002 rend nécessaire un effort d'ajustement sur le plan budgétaire et sur le front de l'emploi en 2003. Ces ajustements, combinés à des perspectives qui sont déjà retombées, ne laissent guère d'espoir pour une reprise forte et durable de l'activité. Selon l'indicateur avancé de l'OFCE, qui exploite l'information contenue dans les enquêtes de conjoncture, l'économie française devrait stagner au premier semestre 2003. La crise de confiance, aggravée par la suspicion à l'égard du monde des affaires après une succession de faillites frauduleuses et par un contexte géopolitique chahuté, pèse sur l'évaluation du risque : les assureurs, suite aux fortes pertes en Bourse et à des sinistres importants, font payer une partie de la facture aux assurés alors que les banques restreignent les crédits. Les entreprises, déjà fragilisées, auront une attitude prudente et souhaiteront réduire leur endettement plutôt que de procéder à des investissements et ce d'autant plus que leurs capacités de production sont jugées excessives. Ce choix des chefs d'entreprise de restaurer leurs marges pèsera aussi sur les embauches. Le marché de l'emploi, qui a bien résisté en 2002, devrait souffrir dès le début de 2003. Les effectifs se réduiront et les augmentations de salaires demeureront contenues. Le taux de chômage devrait repartir à la hausse pour atteindre 10 % en fin d'année avant de se stabiliser en 2004.

TABLEAU 1 : CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DU PIB

Moyennes annuelles en %	2001	2002	2003	2004
<b>Taux de croissance du PIB</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>
Dépenses des ménages	1,4	1,0	0,8	1,1
Investissements et stocks des entreprises	0,4	-0,1	-0,3	0,3
Dépenses des administrations	0,8	0,9	0,4	0,1
Variations de stocks	-1,0	-0,6	-0,2	0,1
Total de la demande intérieure	1,6	1,1	0,6	1,5
Solde extérieur	0,2	0,1	0,2	0,1

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle e-mod.fr à partir du premier trimestre 2003.

Dans ce contexte morose, la situation financière des ménages reste saine. Peu endettés et disposant d'une épargne abondante, les ménages sont dotés d'amortisseurs puissants. Aidée par le bas niveau des taux d'intérêt et par la désinflation

**TABLEAU 2 : ÉQUILIBRES RESSOURCES-EMPLOIS EN BIENS ET SERVICES MARCHANDS (AUX PRIX DE 95)**

	Niveau (Mds € 95) 2000	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %		
		2003				2004				2002	2003	2004
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 355	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	1,2	0,8	1,6
Importations	370	0,4	0,4	0,6	1,0	1,2	1,3	1,5	1,5	1,3	1,7	4,5
Consommation des ménages	726	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	1,8	1,5	1,9
Consommation des administrations	307	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	3,5	1,6	0,3
FBCF totale, dont :	279	- 0,5	- 0,4	- 0,1	0,2	0,4	0,6	0,7	0,8	- 0,6	- 1,7	1,4
- Entreprises	171	- 0,9	- 0,6	0,1	0,2	0,7	0,8	1,1	1,2	- 1,2	- 2,4	2,2
- Ménages	64	0,1	- 0,3	- 0,7	0,5	0,1	0,4	0,5	0,4	0,3	- 0,5	0,6
- Administrations	44	0,0	0,0	0,0	0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	0,3	- 0,9	- 0,2
Exportations	395	0,4	0,4	0,7	1,0	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	2,4	4,5
Variations de stocks (contribution)	9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	- 0,6	- 0,2	0,1
Demande intérieure totale hors stocks	1 320	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	1,7	0,9	1,4

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle e-mod.fr à partir du premier trimestre 2003.

**TABLEAU 3 : QUELQUES RÉSULTATS SIGNIFICATIFS**

	Évolutions trimestrielles								MA <sup>3</sup> GA <sup>4</sup> 2002		MA <sup>3</sup> GA <sup>4</sup> 2003		MA <sup>3</sup> GA <sup>4</sup> 2004			
	2003				2004				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4								
Emploi total (en milliers)	- 53	- 57	- 25	0	8	14	32	46	200	171	- 34	- 136	19	99		
Nombre de chômeurs <sup>1</sup> (en milliers)	73	67	105	60	22	36	- 2	- 26	82	64	205	306	156	31		
Taux de chômage <sup>1</sup> (en %)	9,2	9,5	9,8	10,0	10,1	10,2	10,2	10,1	8,9	0,2	9,6	1,1	10,1	0,1		
Prix à la consommation (en %)	1,0	0,5	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0	2,3	2,3	2,2	1,9	2,0		
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,7	0,5	0,2	0,6	0,7	0,6	0,7	0,8	3,0	2,6	2,3	2,0	2,4	2,8		
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,7	0,5	0,2	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	2,5	2,2	2,1	2,0	2,4	2,8		
<i>Ménages</i>																
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	- 0,8	0,2	0,5	1,0	- 0,3	0,4	0,2	1,0	2,9	2,4	1,1	0,9	1,4	1,3		
Taux d'épargne (en %)	16,7	16,6	16,7	17,1	16,5	16,4	16,1	16,5	17,1		16,8		16,4			
Taux d'épargne financière (en %)	8,1	8,0	8,2	8,7	8,0	8,0	7,7	8,1	8,5		8,2		7,9			
<i>Entreprises</i>																
Taux de marge (en %)	30,5	30,8	31,3	31,5	31,5	31,6	31,7	31,8	30,6		31,1		31,7			
Taux d'investissement (en %)	17,3	17,2	17,0	17,0	17,0	17,0	17,1	17,1	17,8		17,1		17,1			
Taux d'autofinancement <sup>2</sup> (en %)	69,4	71,4	75,0	76,9	75,3	75,3	75,5	75,6	67,9		73,2		75,4			
<i>Administrations</i>																
Capacité de financement/PIB (en %)	- 3,3	- 3,5	- 3,7	- 4,2	- 3,6	- 3,6	- 3,4	- 3,7	- 3,0		- 3,7		- 3,5			
Taux de prélèvement obligatoire (en %)	45,2	45,1	44,9	44,4	45,1	45,0	45,2	44,8	45,0		44,9		45,0			
<i>Taux d'intérêt</i>																
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	4,2	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	4,5	4,3	4,4	4,7	4,8		
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	2,9	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	3,1	3,1	3,3	3,1	2,7	2,6	3,0	3,1		

1. Au sens du BIT.

2. Épargne brute/FBCF.

3. MA : Moyenne annuelle.

4. GA : Glissement annuel.

**TABLEAU 4 : LES HYPOTHÈSES D'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET LES SOLDES EXTÉRIEURS**

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2003				2004				2002	2003	2004
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande en marchandises adressée à la France (en %)	0,4	0,8	1,1	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	2,2	4,6	5,8
Prix des concurrents en devises (en %)	9,4	4,5	- 4,3	- 4,6	- 4,8	0,2	0,2	0,2	1,5	10,0	- 8,9
Prix du pétrole en \$	32,6	33,0	25,0	25,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,9	28,9	24,0
Prix des importations en euros (en %)	0,3	0,1	- 1,1	- 0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	- 3,1	- 0,9	- 0,4
Prix des exportations en euros (en %)	0,1	0,0	- 0,3	- 0,1	- 0,1	- 0,1	0,0	0,0	- 2,0	- 1,0	- 0,4
Solde des biens et services (Mds d'euros)	7,8	7,7	8,5	8,5	8,4	8,4	8,4	8,5	29,8	32,5	33,7

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle e-mod.fr à partir du premier trimestre 2003.

en cours d'année, la consommation des ménages devrait contribuer positivement à la croissance. Le rythme de croissance annuel de la consommation devrait toutefois ralentir en 2003 et 2004 par rapport aux cinq dernières années malgré une légère baisse du taux d'épargne.

Pour 2003 et 2004, nous faisons l'hypothèse que l'économie française progressera de manière modérée, à des rythmes très proches mais inférieurs à ceux anticipés dans la zone euro : la croissance dans l'hexagone serait, en moyenne annuelle, de 0,8 % en 2003 et de 1,6 % en 2004 contre 0,9 % et 1,8 % pour la zone euro (tableau 1).

## Quels risques ?

Deux éléments d'incertitude peuvent venir peser sur ce scénario. En premier lieu, la guerre pourrait être plus longue et plus coûteuse. Un enlisement du conflit ne peut être écarté et conduirait l'économie américaine, et l'Europe dans son sillage, vers la récession. Les enchaînements économiques d'un tel scénario sont connus : les incertitudes justifieraient l'attentisme des investisseurs, le cours du pétrole resterait élevé ponctionnant une partie du revenu des ménages, et le dollar continuerait de se déprécier fragilisant le financement des déficits américains et la compétitivité des entreprises européennes.

Une deuxième ombre spécifique à la France concerne le comportement des ménages. Plusieurs arguments peuvent venir amender l'hypothèse traditionnelle selon laquelle, en période de ralentissement, les ménages diminueraient leur épargne pour maintenir leur consommation. La constitution d'une épargne de précaution pour prévenir un risque grandissant d'inactivité ou celui d'une hausse prochaine des impôts en est un. Les ménages peuvent également décider de reconstituer leur patrimoine mis à mal par l'effondrement des marchés boursiers de ces dernières années ou enfin d'épargner pour assurer le financement de leur retraite. Si tel était le cas, le taux d'épargne augmenterait, transformant le ralentissement économique en quasi-stagnation voire en récession.

En revanche, la politique économique peut être moins restrictive que celle envisagée dans notre scénario. Nous faisons l'hypothèse d'une impulsion budgétaire négative en 2003 et en 2004 (respectivement - 0,2 et - 0,7 point de PIB). Compte tenu du fort ralentissement de l'économie, le gouvernement pourrait ne pas respecter ses engagements et engager une politique de soutien de l'activité.

## D'un cycle à l'autre

La récession des années 1992-1993 combinait trois facteurs. Le premier était le retournement du cycle d'investissement après le *boom* de la seconde moitié des années 1980. Le deuxième résidait dans l'éclatement des bulles financière et immobilière. Enfin, le resserrement de la politique monétaire constituait le troisième et principal facteur de la récession.

Parmi ces facteurs, certains sont réapparus au cours du ralentissement actuel mais produisent des effets plus limités. C'est le cas notamment de l'éclatement de la bulle financière qui a affecté de nombreux pays développés. Au cours de la

période 1992-1993, cela s'était accompagné d'une forte remontée du taux d'épargne qui avait accentué le creux conjoncturel au lieu de jouer son rôle habituel d'amortisseur. L'explication de ce comportement atypique des ménages en période de ralentissement est à rechercher du côté de leur situation financière. Durant la seconde moitié des années 1980, encouragés par la déréglementation financière et la concurrence des banques pour l'octroi du crédit, les ménages s'endettaient fortement. La montée des taux d'intérêts réels opérée à partir de 1990 rendit insoutenable la poursuite de cet endettement et les a incités à réduire leur demande. Ce désendettement explique la remontée de l'épargne. La situation financière des ménages est actuellement plus saine. Moins endettés et disposant d'une épargne plus abondante, les ménages disposent de marges plus importantes que lors du ralentissement de 1992-1993, permettant de maintenir leur consommation. En 2003, le ralentissement du revenu favoriseraient une légère baisse du taux d'épargne, qui resterait cependant supérieur à son niveau de 2001.

## D'une contrainte monétaire...

À la fin des années 1980 et au début des années 1990, les autorités monétaires françaises ont adopté une politique économique restrictive donnant la priorité à la désinflation compétitive et à la monnaie unique. Cette hausse des taux d'intérêt à court terme a amplifié le ralentissement économique engagé en France et l'a transformé en récession. Une politique plus accommodante aurait permis à la France d'éviter la récession de 1993.

Dans le cycle présent, la mise en place réussie de la monnaie unique et la maîtrise de l'inflation donnent des marges de manœuvre aux autorités monétaires. En restaurant la compétitivité de la France, la perspective de l'Union monétaire a rendu possible, dès 1998, un volontarisme politique en matière économique qui a permis aux autorités monétaires d'éviter l'écueil de 1993 et de ne pas aggraver le ralentissement en cours.

## ... à une contrainte budgétaire

En revanche, les nouvelles règles du jeu inscrites dans le Pacte de stabilité et de croissance réduisent les marges de manœuvre de la politique budgétaire en cas de ralentissement conjoncturel. L'endettement public ne permet plus d'utiliser la relance budgétaire pour accélérer le processus de reprise qui, dans notre scénario, est plus lent que dans les cycles précédents. La contrainte se déplace de la politique monétaire vers la politique budgétaire. En 2003 et 2004, la politique budgétaire devient restrictive et le déficit budgétaire français atteindrait 3,7 % en 2003 et 3,5 % en 2004.

La contrainte, fixée par le Pacte de stabilité, d'une réduction rapide des déficits n'est pas adaptée à la situation économique française. La France et l'Europe ont besoin de politiques de soutien de l'activité fortes, à l'image de la politique budgétaire américaine. Les politiques budgétaires pro-cycliques contraignent le rythme de croissance de l'économie à rester en dessous de son potentiel de long terme, empêchant toute réduction du chômage et limitant la réduction des déficits ■