

LES INFORTUNES DE LA VERTU

Perspectives 2003-2004 pour l'économie mondiale *

Trois ans après l'éclatement de la bulle Internet, le nettoyage des bilans et l'apurement des excès de capacités touchent à leur fin. La confiance des investisseurs dans les entreprises est revenue. Pour partie perturbées en début d'année par le conflit en Irak, les conditions sont de nouveau réunies aujourd'hui pour un nouveau cycle de croissance.

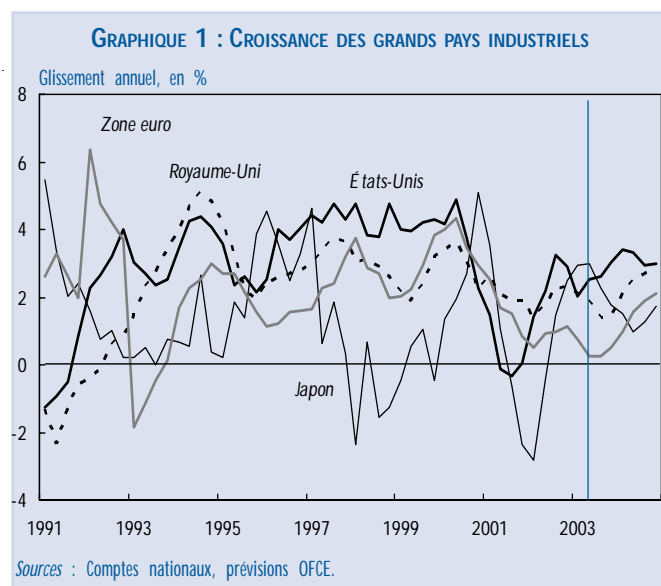
Aux États-Unis, la reprise économique est perceptible dans les chiffres et les indicateurs du deuxième trimestre 2003 (croissance de 0,8 %). Le Japon a affiché son sixième trimestre consécutif de croissance (1 %). L'Asie, et particulièrement la Chine, tirent leur épingle du jeu de la concurrence et sont entraînées par le développement du commerce intra-zone. L'Amérique latine semble être sortie des crises financières. Les pays d'Europe centrale et orientale bénéficient des retombées positives des perspectives d'entrée dans l'Union européenne. Le Royaume-Uni s'en sort honorablement, avec une croissance de 0,5 % au premier semestre 2003 (graphique 1).

Au contraire, la zone euro fait grise mine, avec une croissance nulle au premier semestre 2003 et peu d'éléments permettent de croire à un rebond rapide de l'activité. Cette mauvaise performance s'explique en partie par la contribution très négative de son commerce extérieur. Les exportations européennes souffrent en effet de l'appréciation de l'euro et de leur faible orientation géographique vers les zones de croissance dynamique (États-Unis et Asie). La zone euro n'est cependant pas une exception, la croissance de l'ensemble des échanges ayant marqué une pause au premier semestre 2003.

Des choix de politique économique différents ...

Une autre explication à l'atonie de la zone euro tient à l'orientation de son *policy mix*. Aux États-Unis, les autorités budgétaire et monétaire ont réagi avec force et constance aux hésitations de la croissance. À la gestion monétaire du risque de déflation a été associée une politique budgétaire alliant relance keynésienne, par la dépense publique, et baisses d'impôts, selon la logique d'incitation chère aux théoriciens de l'offre. De 2001 à 2003, l'impulsion budgétaire a été de 5,3 points de PIB (tableau 2). Les taux d'intérêt à court terme sont proches de 1 % ; en termes réels, le loyer de l'argent est négatif. La dépréciation lente du dollar a participé à cette thérapie de choc.

Le choix de politique économique de la zone euro a été tout autre. L'impulsion budgétaire de 2001 à 2003 y a été de 0,8 point de PIB, contrainte par le Pacte de stabilité. Combinée au manque de lisibilité des politiques budgétaires nationales et à leur absence



* Cette étude résume le dossier à paraître dans le n° 87 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, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Mathieu Plane, Christine Riffart et Elena Stancanelli. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 30 septembre 2003.

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> ¹	21,0	25,1	26,8	26,7	31,5	26,0	28,2	28,0	26,0	25,0	25,0	25,0	24,9	28,4	25,3	
<i>Matières premières industrielles en \$</i> ²	2,5	4,2	-0,3	2,8	8,6	2,1	-2,0	0,0	1,0	1,0	2,0	2,0	-3,3	12,4	2,8	
<i>Taux de change</i> ¹																
1 € = ... \$	0,88	0,92	0,98	1,00	1,08	1,14	1,12	1,12	1,11	1,09	1,07	1,05	0,95	1,11	1,08	
1 \$ = ... yen	132	127	119	122	119	118	117	117	119	120	120	120	125	118	120	
1 £ = ... €	1,63	1,59	1,58	1,57	1,49	1,43	1,43	1,43	1,43	1,45	1,47	1,48	1,59	1,44	1,46	
<i>Taux d'intérêt courts</i> ¹																
États-Unis	1,8	1,8	1,8	1,5	1,3	1,2	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,6	1,0	1,0	
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Zone euro	3,4	3,4	3,4	3,1	2,7	2,4	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	3,3	2,3	1,9	
Royaume-Uni	4,0	4,1	4,0	3,9	3,8	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,7	4,0	3,6	3,6	
<i>Taux d'intérêt longs</i> ¹																
États-Unis	5,1	5,1	4,3	4,0	3,9	3,6	4,2	4,4	4,5	4,7	4,8	4,9	4,6	4,0	4,7	
Japon	1,4	1,4	1,2	1,0	0,8	0,6	1,2	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	1,0	1,2	
Zone euro	5,1	5,3	4,8	4,5	4,2	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,9	4,1	4,5	
Royaume-Uni	5,0	5,2	4,7	4,6	4,3	4,2	4,5	4,7	4,8	4,8	4,9	5,0	4,9	4,4	4,9	
<i>Prix à la consommation</i> ³																
États-Unis	1,2	1,3	1,6	2,2	2,9	2,2	2,2	2,4	1,9	2,1	1,9	1,7	1,6	2,4	1,9	
Japon	-1,4	-0,9	-0,8	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,9	-0,2	
Zone euro	2,6	2,1	2,1	2,3	2,3	2,0	1,9	1,9	1,5	1,9	2,1	1,9	2,3	2,0	1,8	
Royaume-Uni	1,6	0,9	1,0	1,5	1,5	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4	
<i>PIB en volume, cvs</i> ²																
États-Unis	1,2	0,3	1,0	0,3	0,4	0,8	1,1	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	2,4	2,5	3,2	
Japon	0,2	0,9	0,8	0,6	0,6	1,0	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,2	2,5	1,4	
Zone euro	0,3	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,9	0,5	1,6	
Allemagne	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,2	0,0	1,6	
France	0,6	0,6	0,3	-0,1	0,2	-0,3	0,3	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	1,2	0,4	1,5	
Italie	0,0	0,3	0,2	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	1,3	
Royaume-Uni	0,3	0,6	0,9	0,5	0,1	0,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	1,9	1,8	2,5	
<i>Importations de marchandises en volume, cvs</i> ²																
Monde	1,1	3,8	2,0	0,1	1,1	1,0	1,4	1,6	1,6	1,8	1,8	2,0	3,3	5,0	6,6	
Pays industrialisés	0,2	3,7	1,3	0,8	-0,5	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	2,2	3,4	5,4	
PED	3,1	3,8	3,4	-1,3	4,5	0,8	1,8	2,1	2,3	2,5	2,5	2,7	5,6	8,4	9,0	
<i>Balances courantes en points de PIB, cvs</i>																
États-Unis	-4,4		-4,8		-5,2		-4,9		-4,9		-5,0		-4,6	-5,0	-5,0	
Japon	3,0		2,8		3,0		3,2		3,4		3,7		2,9	3,1	3,5	
Allemagne	2,3		3,6		1,7		1,9		2,2		2,6		3,0	1,8	2,4	

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.

de coordination, cette impulsion limitée n'a guère été efficace. Si les petits pays vertueux (comme l'Espagne) demandent l'application stricte du Pacte, ce n'est pas le cas des trois grands pays (Allemagne, France et Italie) dont les déficits se sont fortement creusés. La politique monétaire a certes accompagné le ralentissement, mais elle a été trop prudente. Prisonnière d'une cible d'inflation trop basse à 2 %, elle n'a accordé, au contraire de son homologue américaine, guère d'importance au risque de déflation (pourtant élevé en Allemagne).

TABLEAU 2 : POSITIONS BUDGÉTAIRES AUX ÉTATS-UNIS, EN EUROPE ET AU JAPON

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

1. Hors UMTS.

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

Néanmoins, l'efficacité retrouvée de la politique monétaire, surtout côté américain, a permis, au cours de l'année 2003, une détente des conditions monétaires et financières, pour la première fois depuis l'éclatement de la bulle en mars 2000. Grâce au maintien des taux d'intérêt à un bas niveau, le désendettement des entreprises a porté ses fruits et l'aversion au risque s'est dissipée : la hausse de la Bourse et la détente des *spreads* sur les marchés obligataires privés ont salué ces évolutions. L'accès aux marchés des capitaux en est rendu plus facile et, contrairement à il y a six mois, les entreprises répondent « présent ». De plus, les banques apparaissent moins réticentes à prêter aux entreprises. Aujourd'hui, ces dernières n'ont donc plus de véritables contraintes de financement.

Quant aux ménages, américains en particulier, ils continuent de profiter d'une situation qui leur est favorable. La nouvelle baisse des taux d'intérêt hypothécaires a permis la renégociation des prêts immobiliers. Celle-ci a dégagé des liquidités pour la consommation et a contribué à la restructuration de la dette des ménages en faveur d'emprunts à taux plus bas. Malgré la hausse de l'endettement, le service de cette dette n'a donc pas augmenté.

... des entreprises quasi assainies...

Les efforts de désendettement des entreprises sont visibles depuis 2002 dans le redressement des taux d'autofinancement. Mais celui-ci est plus vigoureux aux États-Unis que dans la zone euro. En effet, le taux d'investissement a fortement chuté aux États-Unis en 2001 et 2002, tandis qu'il réagissait plus

tardivement et moins brutalement en Europe. Par ailleurs, pour faire face au ralentissement de la demande et à une concurrence de plus en plus vive, les entreprises américaines ont ajusté fortement l'emploi, dégagant d'importants gains de productivité. Elles ont redressé assez rapidement leur taux de marge. Les entreprises de la zone euro, moins réactives, n'ont pas bénéficié des mêmes conditions. La croissance a été plus faible qu'aux États-Unis. L'ajustement de l'emploi a été plus tardif et les gains de productivité sont restés très en deçà des performances de leurs consœurs américaines. La remontée du taux de marge ne s'est enclenchée qu'à partir du début de l'année 2002, et s'est interrompue dans le courant du premier semestre 2003 avec la stagnation de l'activité.

La situation est cependant différente selon les pays européens. Subissant une plus forte contrainte de compétitivité et la pression de taux d'intérêt réels plus élevés, l'Allemagne a dû commencer son ajustement avant ses voisins. Ceci lui a permis, en 2002, de retrouver un taux de rentabilité économique et un taux d'autofinancement relativement élevés. En Espagne, la dynamique de rattrapage et des conditions monétaires plus favorables que dans les trois grands pays de la zone euro ont permis aux entreprises de continuer à bénéficier d'un fort effet de levier. La France et l'Italie se distinguent par un retard d'ajustement qui pèse sur la compétitivité de leurs entreprises, surtout dans le cas italien.

... et des comportements de consommation divers

Tant aux États-Unis que dans la zone euro, les revenus du travail ont crû relativement peu. Aux États-Unis, le maintien de gains de productivité élevés a empêché une baisse du taux de chômage, mais il a profité à l'évolution des salaires. Dans la zone euro, la hausse du chômage a pesé sur la croissance des rémunérations salariales. Le revenu des ménages américains a été soutenu par des réductions d'impôts, alimentant leur consommation et, dans le même temps, un début de reconstitution de leur épargne. En revanche, dans la zone euro, la politique budgétaire n'a pas profité au revenu des ménages.

Au sein de la zone euro, les comportements de consommation ont été différenciés. L'année 2002 a été marquée par l'accélération de la consommation dans les pays où elle diminuait encore en début d'année, à savoir l'Allemagne et l'Italie. En effet, malgré les destructions d'emplois et la hausse des prélèvements obligatoires, le pouvoir d'achat des ménages allemands a bénéficié de l'entrée en vigueur d'un certain nombre d'accords salariaux. En Italie, c'est le dynamisme de l'emploi qui a soutenu le revenu des ménages. En France, aux Pays-Bas et surtout en Espagne, la croissance de la consommation s'est stabilisée à un rythme plus élevé. Les ménages de ces pays ont en effet continué de bénéficier du dynamisme de l'emploi. Seuls les ménages français ont aussi pu compter sur une politique budgétaire expansionniste. Malgré tout, la consommation des ménages reste encore un des maillons faibles de la croissance européenne, alors qu'aux États-Unis elle en est un des moteurs.

La prudence des consommateurs européens, qui s'est traduite par un redressement de leur taux d'épargne, peut s'avérer d'autant plus excessive que la contrainte patrimoniale est moins forte qu'aux États-Unis. En effet, le patrimoine des ménages de la zone euro s'est peu dévalorisé, du fait d'une moindre baisse du patrimoine financier et d'une composante immobilière plus importante qu'aux États-Unis.

Une année 2004 sans tambours ni trompettes...

À l'automne 2003, un ensemble de facteurs conjoncturels et structurels permettent d'envisager une accélération de la croissance de l'économie mondiale à l'horizon 2004, relativement modeste au demeurant dans la plupart des zones (tableau 3). Après 2,7 % en 2002, la croissance serait de 3,1 % cette année et de 3,7 % l'an prochain. Aux États-Unis, la reprise serait assise sur des gains de productivité forts et apparemment durables. Ils pénalisent à court terme l'emploi, mais ils permettent de contenir les déséquilibres de l'économie américaine — déficits courant et public, endettement des ménages. En Europe, l'assainissement des entreprises a eu lieu, mais il s'est fait dans un contexte bien plus dégradé de l'activité. Il prépare probablement moins bien l'avenir. À la reprise sans emplois américaine, l'Europe opposerait la reprise sans croissance, infortune de sa vertu budgétaire et monétaire.

Si le redressement des déterminants réels et financiers crée les conditions d'une reprise franche de l'investissement aux États-Unis, il n'en va pas tout à fait de même pour la zone euro. En effet, les perspectives d'activité y restent moins dynamiques, et la zone continuerait de pâtir des retards d'ajustement et des contraintes structurelles spécifiques qui ont pesé sur le redressement de la situation des entreprises. En particulier, la rentabilité reste encore à rétablir, ce qui n'est pas le cas aux États-Unis. Les évolutions relatives de l'investissement s'en ressentiraient en 2004 : le taux d'investissement de la zone euro resterait stable, tandis que le taux d'investissement américain augmenterait nettement, dépassant même le niveau européen à la mi-2004.

Dans ce contexte d'amélioration de la situation financière des entreprises, les ménages ont un double rôle à jouer. D'une part, leur épargne est nécessaire pour financer les investissements des entreprises, en plus des déficits publics qui se sont alourdis depuis 2000. D'autre part, la consommation des ménages assure des débouchés aux investissements. Or, dans la zone euro, elle resterait bridée par une progression modérée des salaires et par le niveau élevé du taux de chômage (près de 9 % en moyenne en 2004). Aux États-Unis, l'évolution peu favorable de l'emploi, inhabituelle au regard des cycles de reprise précédents, ne soutiendrait pas non plus la consommation. Le taux de chômage resterait voisin de 6 % à la fin 2004. Mais la progression des salaires individuels et des autres composantes du revenu et le ralentissement de l'inflation permettraient une accélération de la croissance du pouvoir d'achat du revenu des ménages américains entre 2003 et 2004. Ces éléments, combinés à l'amélioration récente de leur situation patrimoniale, leur permettraient d'engager dans de bonnes conditions un processus de désendettement.

Au total, la progression de la consommation des ménages serait modérée : en ligne avec celle des trois dernières années aux États-Unis ; équivalente à celle de 2001 dans la zone euro. À l'horizon de la fin 2004, les rythmes de croissance des États-Unis et de la zone euro ne feraient que rejoindre leurs taux de croissance potentiels respectifs, désormais proches de 3 % pour les États-Unis et de 2 % pour la zone euro (selon l'OCDE), de sorte que les écarts de production, actuellement négatifs, ne se résorberaient pas.

Au Royaume-Uni, un rééquilibrage des composantes interne et externe de la croissance devrait avoir lieu. La croissance de l'investissement privé serait modérée et celle de la consommation ralentirait, mais les exportations contribueraient positivement à la croissance. Cette dernière atteindrait 2,5 % en 2004.

Au Japon, le redressement de l'investissement se tasserait. La croissance de la consommation des ménages resterait faible, en l'absence d'une baisse du taux de chômage. En revanche, les exportations continueraient de soutenir la croissance. Les pressions déflationnistes s'atténueraient. Après 2,5 % en 2003, la croissance reviendrait à son potentiel en 2004 (1,4 %).

En raison d'une demande intérieure une fois encore plus modérée que celle de ses principaux partenaires, la zone euro parviendrait à dégager une contribution légèrement positive de son commerce extérieur à la croissance en 2004, et conserverait un excédent courant. Les États-Unis bénéficieraient de légers gains de parts de marché et stabiliseraient leur déficit courant à 5 % du PIB. Globalement, le commerce mondial connaîtrait une accélération moyenne au regard des cycles de croissance précédents. Après 3 % en 2002, les importations mondiales de marchandises progresseraient de 5 % cette année et de 6,6 % l'an prochain. Les pays de la zone Pacifique en resteraient l'élément moteur, tandis que les pays de l'Union européenne fermeraient la marche.

TABLEAU 3 : PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE

Taux de croissance annuels, en %

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

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

2. Y compris Turquie

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

La croissance de l'activité mondiale figurant dans notre prévision et les conditions de l'offre sur le marché pétrolier (marquées par le retour récent de la production irakienne) rendent vraisemblable un cours moyen de 25 dollars le baril de Brent en 2004 (comme en 2002), après 28 dollars en 2003. Cette baisse des prix du pétrole contribuerait à maintenir l'inflation en deçà de 2 % aux États-Unis, comme dans la zone euro, en 2004.

... contenue par des *policy mix* prudents...

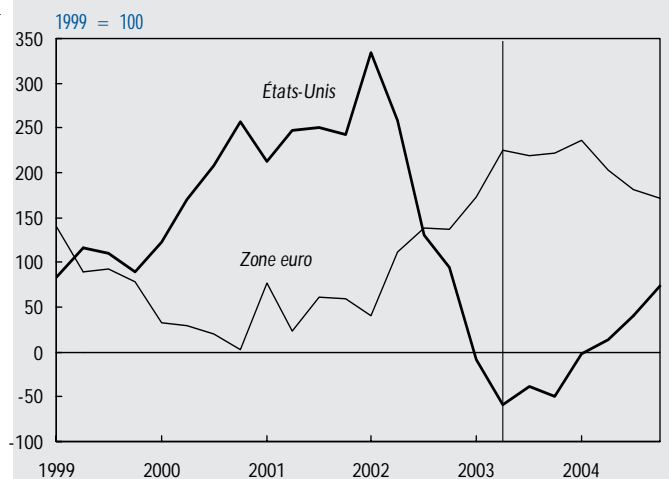
Bien que corrigeant un surajustement à la baisse, la brutale remontée des taux d'intérêt longs nominaux entre la mi-juin et le début septembre a d'autant plus inquiété qu'elle était susceptible de casser le mouvement de reprise sur lequel elle était pour partie bâtie, en rendant insoutenable l'endettement des ménages, en réduisant la profitabilité des nouveaux projets d'investissement, en déstabilisant les progrès récents des banques japonaises en termes d'apurement des mauvaises créances. Au cours du mois de septembre, la reprise de l'activité est apparue encore fragile. Combinée aux efforts de communication de la Réserve fédérale, cela a eu pour effet d'essouffler la hausse des taux sur l'ensemble des marchés. L'horizon s'en trouve éclairci, mais les banques centrales devront continuer à se montrer prudentes. L'absence de toute tension inflationniste conditionne nos hypothèses de politique monétaire, au premier rang desquelles l'absence de remontée des taux de la Réserve fédérale et, de façon plus générale, le maintien des taux d'intérêt à de bas niveaux dans les économies industrialisées.

La Réserve fédérale n'a, en effet, aucune raison de remonter son taux directeur d'ici la fin 2004, l'écart de production ne se réduisant pas et le risque déflationniste n'étant pas définitivement écarté. La croissance et la dégradation du déficit budgétaire continueraient néanmoins de pousser à la hausse les taux d'intérêt à long terme (jusqu'à 4,9 % fin 2004). La politique budgétaire deviendrait moins expansionniste. Sous l'hypothèse d'une stabilisation du déficit des administrations publiques autour de 4 % du PIB, et ce malgré la proximité des élections présidentielles, l'impulsion budgétaire serait quasi nulle en 2004.

La BCE, en l'absence de tension inflationniste, assouplirait sa politique début 2004, amenant son taux directeur à 1,75 %. Les taux longs européens resteraient connectés aux taux américains, le risque étant qu'ils se retrouvent à des niveaux excessifs au regard de l'inflation et de la croissance de la zone. Partis de 4,1 % au troisième trimestre 2003, ils termineraient l'année 2004 à 4,6 %. La dépréciation anticipée de l'euro détendrait peu les conditions monétaires (graphique 2). Ceci briderait la croissance de la zone euro, tandis que le durcissement limité des conditions monétaires aux États-Unis n'entraverait guère la croissance américaine. Quant aux marges de manœuvre budgétaires, elles resteraient inexistantes dans la zone euro, du fait des contraintes du Pacte de stabilité. Comme en 2003, l'impulsion budgétaire serait quasi nulle en 2004.

Le *policy mix* japonais resterait inchangé. L'impulsion budgétaire serait neutre et le déficit public se stabiliserait autour de 7 % du PIB. La Banque du Japon continuerait d'apporter des liquidités à l'économie. La hausse des taux longs, justifiée par les espoirs de reprise, se tasserait en 2004 avec le ralentissement de la croissance japonaise.

GRAPHIQUE 2 : INDICATEUR DE CONDITIONS MONÉTAIRES



Note de lecture : L'indicateur de conditions monétaires combine l'écart entre le taux d'intérêt mixte réel et la croissance potentielle et l'évolution du taux de change effectif réel par rapport à son niveau moyen. L'indicateur pour la zone euro a été ensuite recalé sur l'indicateur américain, et les deux indicateurs rebasés en 1999 = 100. Une augmentation (diminution) de l'indicateur signifie un durcissement (assouplissement) des conditions monétaires.

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

Le *policy mix* britannique reviendrait à la neutralité. L'impulsion budgétaire, encore positive cette année (0,5 point de PIB), serait pratiquement nulle en 2004 (0,2 point). La Banque d'Angleterre remonterait son taux directeur à 4 % au second semestre 2004. Les taux longs britanniques augmenteraient jusqu'à 5 %.

... et soumise à diverses pressions

Notre scénario de croissance, en particulier la reprise américaine, s'appuie sur plusieurs hypothèses dont certaines sont décisives. En s'inspirant de l'expérience du passé récent, les déséquilibres américains ne poseraient pas de problèmes, la croissance, gagée sur d'importants gains de productivité, continuant d'attirer les capitaux étrangers. Le déficit courant apparaît donc soutenable à moyen terme. En supposant que l'épiphénomène « déclaration du G7 » (appel à plus de flexibilité sur le marché des changes) s'épuise rapidement au profit des déterminants fondamentaux — le différentiel de croissance et de taux d'intérêt —, la dépréciation récente du dollar devrait laisser place à une appréciation à partir du début 2004.

Mais dans le cas de désillusions concernant la croissance américaine, le niveau du dollar pourrait être jugé incompatible avec l'ampleur du déficit courant. Le risque provient également d'un éventuel changement d'attitude des banques centrales asiatiques qui cesseraient d'intervenir sur le marché des changes. La baisse du dollar pourrait alors être importante, voisine d'un décrochage. Les conséquences d'un tel réajustement sur l'économie américaine sont complexes, l'effet compétitivité pouvant être annulé par des pressions à la hausse sur les taux longs, associées à la défiance envers les valeurs américaines. L'impact sur la zone euro serait catastrophique : perte supplémentaire de compétitivité, perte de la locomotive américaine et risque accru de déflation.

Si le risque majeur est celui d'un décrochage non coordonné du dollar, d'autres risques méritent aussi l'attention : un dégonflement brutal des prix de l'immobilier ; la formation d'une nouvelle bulle boursière ; un risque pétrole au vu de l'extrême volatilité des prix et de l'instabilité au Moyen-Orient ■

LA FRANCE EMMÊLÉE

Perspectives 2003-2004 pour l'économie française

La France, qui a enregistré une très forte croissance depuis 1997 avec un taux moyen de 3,6 % par an, a connu un ralentissement en 2001 à 2,1 % en moyenne, et même un recul du PIB au quatrième trimestre (- 0,3 %). La reprise, amorcée par un ralentissement du déstockage en début 2002, s'est révélée décevante. 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 — notamment dans le secteur de la haute technologie — et d'un lent étouffement des économies européennes et de l'Allemagne en particulier. 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. La meilleure résistance du marché du travail combinée à un soutien budgétaire plus important a permis aux ménages français de maintenir un rythme de consommation sensiblement supérieur à celui de leurs homologues européens, expliquant l'essentiel de l'écart de croissance entre la France (1,2 %) et le reste de la zone euro (0,9 %) en 2002.

TABLEAU 1 : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB

	2001	2002	2003	2004
Taux de croissance du PIB	2,1	1,2	0,4	1,5
Dépenses des ménages	1,5	0,8	0,7	0,8
Investissements et stocks des entreprises	- 0,3	- 0,7	- 0,2	0,2
Dépenses des administrations	0,7	0,9	0,4	0,3
Total de la demande intérieure	1,9	1,1	0,8	1,3
Solde extérieur	0,1	0,1	- 0,5	0,2
Taux de croissance du PIB (zone euro)	1,6	0,9	0,5	1,6

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE, prévision e-mod.fr pour 2003 et 2004.

En n'étant que partielle et surtout inférieure aux anticipations, la reprise de 2002 a rendu nécessaire en 2003 un effort d'ajustement sur le plan budgétaire — en respect du Pacte de stabilité et de croissance — et sur le front de l'emploi.

En 2003, l'assainissement des entreprises ...

Triplement affectées par le climat d'attentisme lié à la guerre en Irak, la chute du dollar et la nécessité d'assainir leurs comptes, les entreprises françaises ont adopté au cours du premier semestre 2003 une attitude prudente, en préférant réduire leur endettement plutôt que de procéder à des investissements, et ce d'autant plus que leurs capacités de production étaient jugées excessives. Le marché de l'emploi, qui a bien résisté en 2002, a souffert dès le début de 2003. Les effectifs ont été réduits et les augmentations de salaires individuels sont restées contenues. Le choix des chefs d'entreprise de restaurer leurs marges va peser sur les embauches et les salaires individuels au cours du second semestre de cette année. La hausse du taux de chômage devrait se poursuivre et dépasser la barre de 10 % en fin d'année.

... et l'arrêt du soutien budgétaire ...

Dans un contexte électoral, et contrairement aux engagements pris vis-à-vis de Bruxelles, la politique budgétaire a été fortement 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 1,3 point de PIB et a contrasté avec la politique menée ailleurs en Europe, où l'impulsion a été en moyenne plus modeste (0,4 point de PIB). En franchissant la barre des 3 % du PIB en 2002, le déficit public a restreint les marges de manœuvre futures du gouvernement pour soutenir l'activité. En 2003, la politique budgétaire arrêtera de soutenir l'activité et l'impulsion sera même légèrement négative (- 0,1 point de PIB). Le déficit des administrations devrait se situer aux alentours de 4 %.

... font rentrer la France dans le rang européen

Les deux éléments qui ont soutenu l'économie française et lui ont permis de croître à un rythme supérieur à la moyenne de la zone euro en 2002 — impulsion budgétaire et ajustement plus lent de l'emploi — vont disparaître en 2003, grippant le dernier moteur de la croissance hexagonale. La consommation des ménages n'a progressé que de 0,1 % au deuxième trimestre, les investissements et les exportations se sont à nouveau repliés (respectivement - 0,4 % et - 0,5 %).

Entre le dernier trimestre 2002 et le deuxième trimestre 2003, le PIB français a reculé de 0,1 %¹. Toutefois, le creux semble derrière nous. D'une part, certains aléas qui ont pesé sur la croissance du deuxième trimestre (grèves, conflit irakien, baisse des dépenses de santé) ont disparu au troisième trimestre, permettant un rebond technique de l'activité. D'autre part, la forte contribution négative du commerce extérieur au cours du premier semestre devrait s'inverser avec la reprise du commerce mondial et la fin de l'impact de la baisse du dollar. La reprise engagée aux États-Unis et le redressement du Japon permettraient de relancer la machine européenne. Bénéficiant de cette reprise de l'environnement international, l'activité en France devrait être un peu plus dynamique au second semestre. Les industriels français anticipent des carnets de commandes en hausse aussi bien pour les commandes globales que pour celles en provenance de l'étranger. Ainsi, même si le contexte global reste déprimé, la tendance est sur une pente ascendante comme l'illustrent les perspectives personnelles de production.

L'indicateur avancé de l'OFCE, qui exploite l'information contenue dans les enquêtes de conjoncture, confirme ce schéma. Le creux très marqué du deuxième trimestre de cette année ne devrait pas se prolonger. L'indicateur prévoit un rebond de l'activité au troisième trimestre (0,5 %), puis une croissance modérée au quatrième trimestre (0,3 %).

1. La version des comptes nationaux du 30 septembre 2003 accentue le ralentissement sans toutefois remettre en cause le diagnostic.

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	1 357	0,2	-0,3	0,3	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	1,2	0,4	1,5
Importations	371	-0,1	-0,1	0,3	0,7	0,9	1,3	2,1	2,3	0,8	0,4	4,2
Consommation des ménages	726	0,5	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	1,5	1,2	1,5
Consommation des administrations	308	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	4,1	1,6	1,1
FBCF totale, dont :	279	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	0,7	1,1	-1,4	-1,6	0,7
- Entreprises	172	0,0	-0,5	-0,6	-0,3	0,3	0,6	0,9	1,4	-2,3	-2,5	0,9
- Ménages	63	0,3	-0,3	0,2	-0,3	-0,2	0,4	0,5	0,8	0,8	0,3	0,3
- Administrations	44	0,3	0,3	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,0	-0,3	0,6
Exportations	394	-1,8	-0,5	0,9	1,0	1,1	1,4	1,9	2,2	1,3	-1,2	4,9
Variations de stocks (contribution)	11	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demande intérieure totale hors stocks	1 321	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,6	0,7	1,5	0,7	1,2

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

TABLEAU 3 : QUELQUES RÉSULTATS SIGNIFICATIFS

	Évolutions trimestrielles								MA ³ GA ⁴ 2002		MA ³ GA ⁴ 2003		MA ³ GA ⁴ 2004			
	2003				2004				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4								
Emploi total (en milliers)	4	-40	-82	-77	1	6	28	45	166	120	-47	-195	-78	80		
Nombre de chômeurs ¹ (en milliers)	53	38	82	77	-1	-6	-28	-45	118	127	194	250	78	-80		
Taux de chômage ¹ (en %)	9,4	9,5	9,8	10,1	10,1	10,1	10,0	9,8	9,0	0,4	9,7	0,9	10,0	-0,3		
Prix à la consommation (en %)	1,1	-0,5	0,5	0,3	0,1	0,4	0,4	0,4	1,9	2,2	1,7	1,4	1,1	1,4		
Salairé horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,5	0,5	0,7	0,4	0,6	0,9	0,8	0,8	2,9	2,6	2,4	2,2	2,8	3,2		
Salairé moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,5	0,5	0,7	0,4	0,6	0,9	0,8	0,8	2,5	2,3	2,3	2,2	2,7	3,2		
<i>Ménages</i>																
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	-2,3	1,7	0,2	0,3	0,2	0,5	0,5	0,5	2,0	2,9	1,2	0,0	1,7	1,7		
Taux d'épargne (en %)	15,5	17,1	17,1	17,1	17,0	17,0	16,8	16,8	16,7		16,7		16,9			
Taux d'épargne financière (en %)	6,6	8,3	8,3	8,4	8,3	8,3	8,1	8,0	7,9		7,9		8,2			
<i>Entreprises</i>																
Taux de marge (en %)	31,3	31,1	31,8	31,9	31,9	31,9	32,0	32,0	32,1		31,5		31,9			
Taux d'investissement (en %)	17,1	17,0	16,9	16,9	16,9	16,9	17,0	17,1	17,5		17,0		17,0			
Taux d'autofinancement ² (en %)	79,5	77,9	82,9	83,6	81,4	80,9	81,1	80,4	84,4		81,0		80,9			
<i>Administrations</i>																
Capacité de financement/PIB (en %)	-2,6	-3,9	-4,5	-4,8	-4,2	-4,1	-4,2	-4,1	-3,1		-4,0		-4,1			
Taux de prélèvement obligatoire (en %)	44,5	44,0	43,5	43,4	44,0	44,0	43,9	43,9	43,9		43,8		43,9			
<i>Taux d'intérêt</i>																
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	4,1	3,9	4,2	4,2	4,2	4,2	4,4	4,6	4,9	4,5	4,1	4,2	4,3	4,6		
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	2,7	2,4	2,4	2,4	2,1	2,1	2,1	2,1	3,3	3,1	2,4	2,4	2,1	2,1		

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 de produits manufacturés adressée à la France (en %)	0,4	0,5	1,0	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	2,3	4,1	5,5
Prix des concurrents en devises (en %)	0,0	0,0	4,6	-1,2	-1,0	-1,1	-1,1	-1,3	1,5	2,5	-1,4
Prix du pétrole en \$	31,5	26,0	28,2	28,0	26,0	25,0	25,0	25,0	24,9	28,4	25,3
Prix des importations en euros (en %)	1,4	-2,1	0,6	0,5	0,0	0,1	0,2	0,3	-3,0	-0,1	0,4
Prix des exportations en euros (en %)	0,6	-1,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,1	-1,5	-0,6	-0,9
Solde des biens et services (Mds d'euros)	5,5	6,1	5,8	5,4	5,4	5,4	5,2	5,0	31,6	22,8	21,0

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

L'économie française progressera de manière très modérée, à un rythme proche mais inférieur à celui anticipé dans la zone euro : la croissance dans l'hexagone serait, en moyenne annuelle, de 0,4 % en 2003 contre 0,5 % pour la zone euro (tableau 1).

Les raisons d'une sortie de crise molle

Au début de l'année 2004, les conditions qui permettraient à l'économie française de profiter pleinement de la reprise internationale, en relançant la demande interne et tout particulièrement l'investissement, seront-elles réunies ? Après une phase d'attente qui les a dissuadées d'investir et de reconstituer leurs stocks, les entreprises ont profité de taux d'intérêt faibles pour rétablir leur situation financière et leur rentabilité. Ne souffrant pas de contrainte de surcapacité, rien ne semble alors empêcher une reprise franche de l'investissement productif si la reprise se confirme.

Les contraintes financières étant levées, la reprise de l'investissement productif reste conditionnée à une accélération de la demande interne et de la consommation des ménages en particulier. Or, si en 2002-2003, la consommation constituait le dernier moteur de la croissance française permettant à l'hexagone d'éviter la récession et de se détacher de l'Allemagne et de l'Italie, ce moteur semble s'essouffler avec la remontée du chômage, l'érosion du pouvoir d'achat et la confusion dans la politique économique menée.

En 2004, nous supposons que les agents économiques continueront d'adopter un comportement prudent. Cette prudence se traduit, du côté des ménages, par un des taux d'épargne le plus élevé des pays développés (proche de 17 %), limitant la croissance de la consommation (1,5 % en 2004 contre 2,4 % en moyenne au cours des six dernières années, avec des pics à 3,7 % en 1998 et 1999). Celle-ci sera insuffisante pour relancer pleinement l'investissement des entreprises, qui devrait croître à un rythme proche de 1 % en 2004 contre 3,3 % au cours de la période 1998-2003.

Plusieurs facteurs expliquent cette prudence des ménages : en premier lieu, un certain nombre d'entre eux ont décidé de reconstituer leur patrimoine mis à mal par l'effondrement des marchés boursiers ces dernières années, ou pour assurer le financement de leur protection sociale et tout particulièrement de leur retraite. En second lieu, ils constituent une épargne de « précaution » pour prévenir un risque grandissant d'inactivité ou celui d'une hausse prochaine des impôts.

Un marché du travail dégradé...

La confiance des ménages est d'abord entamée par la médiocre performance du marché du travail. Particulièrement préoccupés par l'accumulation des plans sociaux, la baisse des missions d'intérim et le non renouvellement des CDD, les ménages ne se remettront réellement à dépenser que lorsque la conjoncture sur le marché du travail sera meilleure. Or en 2004, la baisse du nombre de chômeurs ne sera pas suffisamment massive (- 80 000 en fin d'année) pour lever ces incertitudes. Le pouvoir d'achat du revenu des ménages, suivant l'évolution de l'emploi, augmentera de 1,7 % en 2004 au lieu de 3,3 % de 1998 à 2001.

Dans ce contexte de fort chômage et de faible confiance des ménages, il est crucial de mettre en place des politiques économiques claires, susceptibles de soutenir la croissance et de créer des emplois. Sur ce point, il n'est pas sûr que la politique annoncée par le gouvernement permette de soutenir une croissance défailante, en raison de son caractère restrictif renforcé par un manque de lisibilité, dû au Pacte de stabilité.

... et des politiques restrictives et confuses

Le caractère restrictif s'applique aussi bien à la politique de l'emploi qu'à la politique fiscale prévues pour 2004.

En matière d'emploi, de nouveaux dispositifs ont vu le jour, comme par exemple les contrats jeunes en entreprises, en remplacement d'autres — les emplois jeunes — mis en place par l'ancien gouvernement. Cette substitution révèle le choix d'orientation de la politique de l'emploi vers le secteur marchand, qui est censé favoriser l'insertion des jeunes dans des contrats à plein temps et de plus longue durée. Cependant, appliqué dans un contexte de ralentissement de l'activité et donc de hausse du chômage, ce choix gouvernemental contribue à la dégradation du marché du travail. Au total, la politique de l'emploi devrait détruire 60 000 postes en 2004, en raison d'un fort « effet d'aubaine » — près de 80 % — associé aux contrats aidés dans le secteur marchand, contrats jeunes ou contrats d'initiative à l'emploi. Cette orientation négative de la politique de l'emploi est confirmée par les choix budgétaires : la réduction du budget des politiques de l'emploi est de 16 % en 2004. Finalement, les choix du gouvernement devraient globalement ralentir la décrue du chômage qu'on pourrait attendre de la reprise. Le taux de chômage se situerait à 10 % en moyenne annuelle en 2004.

De la même manière, il n'est pas sûr que la politique fiscale de baisse d'impôts sur le revenu redonne confiance aux ménages et les incite à consommer davantage. La baisse de 3 % de l'impôt sur le revenu va profiter surtout aux ménages les plus aisés qui, comme en 2002, l'utiliseront majoritairement pour gonfler leur épargne. Dans le même temps, l'ensemble des Français vont subir une série de hausses de prélèvements : fiscalité locale, forfait hospitalier, TIPP, tarifs publics (EDF, GDF, RATP, timbres), taxe sur le tabac, ainsi que le déremboursement de médicaments. Au total, le montant des prélèvements supplémentaires qui pèsent sur l'ensemble des ménages en 2004 — sans prendre en compte les hausses de tarifs publics et les réductions de prestations — compensera la diminution des prélèvements liée à la baisse de l'impôt sur le revenu, la revalorisation de la prime pour l'emploi et les allègements de charges patronales.

Enfin, la politique budgétaire annoncée pour 2004 est restrictive : le gouvernement annonce une diminution du déficit structurel de 0,7 point de PIB, imputable à un contrôle très strict des dépenses publiques, qui augmenteraient de moins de 1 % en volume. Notre scénario suppose un adoucissement partiel de la politique de contrôle. Les dépenses publiques seraient plus dynamiques (1,7 %). Le déficit des administrations s'établirait à 4,1 % du PIB en 2004 ■